GUIDE DES VALEURS SUIVIES

Guide des Valeurs Suivies

juin-20

FINANCIÈRE D'UZÈS

Avertissement : Entreprise d'investissement agréée par le CECEI le 25 juillet 1997 (Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement de la Banque de France) et par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), la FINANCIERE D'UZES est également membre d'Euronext. La FINANCIERE D'UZES relève des autorités compétentes que sont l'AMF et l'ACPR.

Les informations contenues dans ce document ont été puisées aux meilleures sources mais ne sauraient entraîner notre responsabilité. Par ailleurs, La FINANCIERE D'UZES est organisée de manière à assurer l'indépendance de l'analyste ainsi que la gestion et la prévention des éventuels conflits d'intérêt.

SOMMAIRE

Méthodologie	4
Synthèse des potentiels	5
Synthèse des valorisations	6
Initiation de couverture	7
Valeurs suivies	9 - 41
Données de marché	42 - 47

METHODOLOGIE

- Notre objectif de cours combine la moyenne des méthodes DCF, comparables et l'approche historique.

- Les valeurs de croissance «essentielles» à nos yeux et «à privilégier» dans le cadre d'une gestion de portefeuille actions sont identifiées à l'aide du label :

"LES ESSENTIELLES"

Ce label reprend l'ensemble des critères de sélection de la Financière d'Uzès (qualité du management, cohérence de la stratégie, position de leader, situation financière) et se comprend indépendamment du cours de bourse et du potentiel d'appréciation du titre.

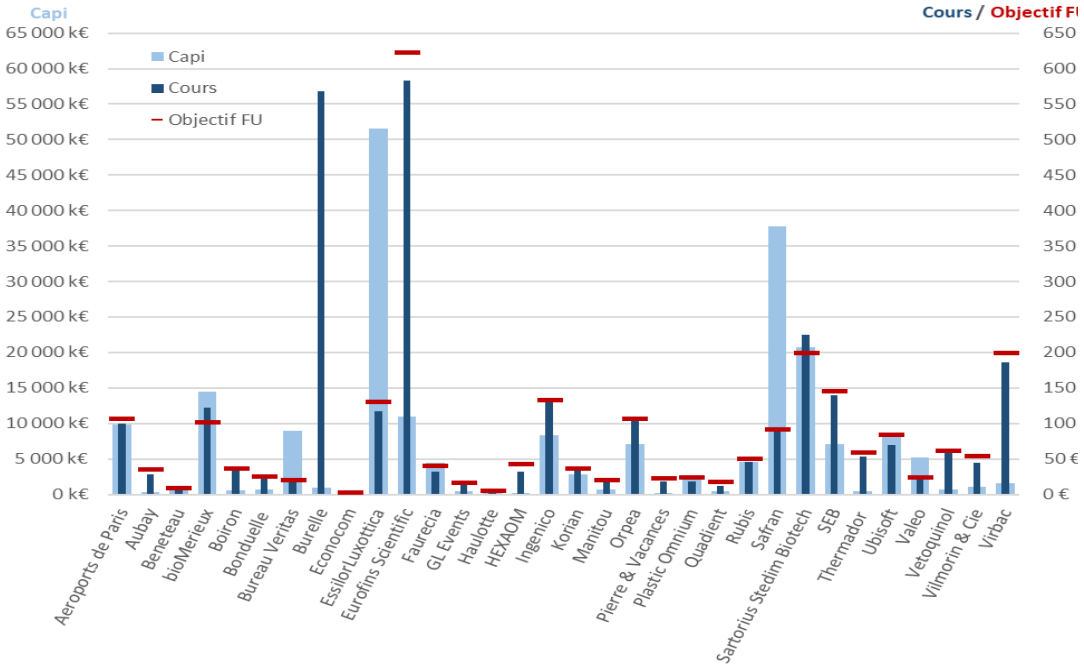
■ Synthèse des potentiels

Potentiel > +20 %		
Quadient		+49,1%
Beneteau		+47,0%
Econocom		+38,8%
HEXAOM		+37,9%
Plastic Omnium		+36,1%
GL Events		+28,9%
Aubay	«Les essentielles»	+28,6%
Faurecia	«Les essentielles»	+26,8%
Pierre & Vacances		+25,7%
Ubisoft		+23,4%
Potentiel compris entre +10 % et +20 %		
Vilmorin & Cie		+20,4%
Valeo		+15,6%
Bonduelle		+15,4%
Manitou		+13,8%
Rubis	«Les essentielles»	+13,5%
Thermador		+12,9%
EssilorLuxottica	«Les essentielles»	+11,2%
Korian		+9,9%
Potentiel compris entre 0 % et +10 %		
Virbac		+7,8%
Aeroports de Paris		+7,6%
Eurofins Scientific		+6,9%
Boiron		+6,5%
Bureau Veritas		+6,3%
SEB	«Les essentielles»	+4,7%
Vetoquinol		+3,3%
Ingenico		+2,0%
Haulotte		+2,0%
Potentiel < 0 %		
Safran	«Les essentielles»	-1,9%
Orpea	«Les essentielles»	-2,0%
Sartorius Stedim Biotech	«Les essentielles»	-11,0%
bioMerieux	«Les essentielles»	-16,0%

Synthèse des valorisations

Société	Cours au 19/06/2020	Objectif FU	Potentiel %	Objectif FactSet (1)	Potentiel %
Aeroports de Paris	99,8 €	107,4 €	+7,6%	103,5 €	+3,7%
Aubay	28,0 €	36,0 €	+28,6%	34,0 €	+21,4%
Beneteau	6,8 €	10,0 €	+47,0%	9,4 €	+38,9%
bioMerieux	121,9 €	102,3 €	-16,0%	110,3 €	-9,5%
Boiron	34,5 €	36,8 €	+6,5%	32,6 €	-5,4%
Bonduelle	22,2 €	25,6 €	+15,4%	23,8 €	+7,6%
Bureau Veritas	19,9 €	21,2 €	+6,3%	21,2 €	+6,6%
Burelle	568,0 €	n.d	n.d	n.d	n.d
Econocom	1,9 €	2,7 €	+38,8%	2,9 €	+52,4%
EssilorLuxottica	117,7 €	130,8 €	+11,2%	125,4 €	+6,5%
Eurofins Scientific	582,8 €	622,7 €	+6,9%	568,1 €	-2,5%
Faurecia	31,9 €	40,5 €	+26,8%	35,4 €	+11,0%
GL Events	12,7 €	16,4 €	+28,9%	16,3 €	+28,2%
Haulotte	5,3 €	5,4 €	+2,0%	4,1 €	-22,6%
HEXAOM	31,5 €	43,4 €	+37,9%	36,7 €	+16,5%
Ingenico	131,3 €	133,9 €	+2,0%	121,8 €	-7,2%
Korian	33,9 €	37,2 €	+9,9%	42,0 €	+23,8%
Manitou	18,2 €	20,7 €	+13,8%	16,4 €	-10,0%
Orpea	109,7 €	107,5 €	-2,0%	111,8 €	+1,9%
Pierre & Vacances	18,6 €	23,4 €	+25,7%	18,2 €	-2,2%
Plastic Omnium	17,9 €	24,4 €	+36,1%	19,8 €	+10,7%
Quadient	12,3 €	18,3 €	+49,1%	19,7 €	+60,1%
Rubis	45,2 €	51,3 €	+13,5%	55,0 €	+21,5%
Safran	94,4 €	92,6 €	-1,9%	87,0 €	-7,8%
Sartorius Stedim Biotech	224,8 €	200,1 €	-11,0%	202,3 €	-10,0%
SEB	139,7 €	146,2 €	+4,7%	130,6 €	-6,5%
Thermador	53,2 €	60,1 €	+12,9%	58,0 €	+9,0%
Ubisoft	69,0 €	85,1 €	+23,4%	78,2 €	+13,3%
Valeo	21,5 €	24,9 €	+15,6%	21,5 €	-0,1%
Vetoquinol	59,8 €	61,8 €	+3,3%	68,4 €	+14,4%
Vilmorin & Cie	44,8 €	53,9 €	+20,4%	52,5 €	+17,3%
Virbac	186,0 €	200,4 €	+7,8%	200,4 €	+7,7%

(1) L'objectif FactSet au 19/06/2020 correspond au consensus réalisé par FactSet à partir des données des analystes



Valeurs Suivies

AEROPORTS DE PARIS

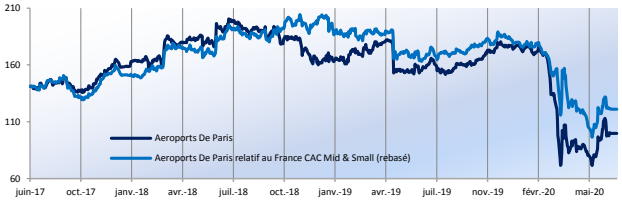
Secteur : Services aux entreprises

Cours au 19/06/2020 **99,8 €**

Objectif **107,4€ (+7,6%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	ADP-PAR / FR0010340141
Capitalisation	9 876 M€
Flottant	26,6%
Extrêmes 12 m (€)	71,6€ / 180,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+23,3%	+19,7%	-37,9%
Performance relative	+11,6%	-9,5%	-28,1%

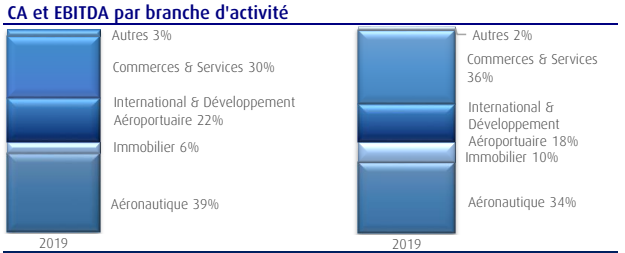


Résultats et enjeux

Avec des résultats 2019 en ligne avec ses budgets, ADP était en bonne voie pour réaliser les objectifs de son plan 2016-20 : 1/ CA19 à 4,7Md€ (+17,3% dont intégration TAV Airports, AIG SDA et Relay) soutenu par les activités Commerce (CA/passager à 19,7€ (+7,3%) grâce à i/ un mix trafic favorable avec l'International à +3,7%, vs +2,5% trafic Paris Airport, ii/ à une belle performance du Luxe, iii/ à l'ouvertures de 72 nouveaux magasins) 2/ EBITDA de 1,77Md€ (+5,5%), soit une marge de 37,7% (-4,2pts mais stable hors TAV Airports, AIG, SDA et Relay), portée par les Commerces (Ebitda à +10% et marge à +0,5pt hors intégrations). 3/ RN à 588M€ (-3,5%), lié à la cessation de l'activité de l'aéroport d'Atatürk.

La crise Covid a contraint ADP à suspendre toutes ses ambitions. Même avec un 1T plutôt résistant (CA 1T à -5,6% vs -10,1% pour le trafic Groupe) soutenu par l'Aéronautique (-15% grâce à la rigidité des revenus de la sûreté et sécurité) et les Commerces (+19,8% grâce à la consolidation de SDA et Relay ADP), une forte dégradation est à prévoir sur le 2T et 3T avec l'amplification de la baisse du trafic (-55%/-65% entre avril et décembre selon ADP). Dans ce contexte, ADP évalue l'impact sur son CA entre -2/-2,5Md€ sans donner d'indications sur l'EBITDA (probablement > à sa première estimation de -800M€). Un plan d'économie de coûts de 270M€ et des ajustements de CAPEX ont été mis en place. Autre conséquence pour ADP : la résiliation du CRE* 3 pour 2016-20 et l'arrêt de la procédure d'élaboration du CRE* 4 pour 2021-25 avec le risque de report d'un certain nombre d'investissements structurants pour l'avenir d'ADP (6Mds prévus initialement, soit le double du CRE* 3, pour notamment la construction du Terminal 4 CDG). Les challenges sont encore nombreux à MT pour ADP (pas de retour à la normal du trafic avant 2023 selon l'IATA) mais la liquidité est confortable pour traverser la crise. Dans une optique d'investissement LT, nul doute que la revalorisation du titre accompagnera la reprise du trafic et sa hausse à LT.

CA et EBITDA par branche d'activité



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	4 476,0	4 700,0	2 656,4	4 024,2
EBITDA	1 959,0	1 772,0	1 009,4	1 597,6
EBITA	1 155,0	1 004,0	289,4	877,6
Résultat Financier	-206,0	-206,0	-220,7	-239,7
RN	693,0	637,0	129,4	498,2
RN part du groupe	608,0	588,0	69,4	423,2

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	12 890,0	13 310,0	13 822,0	14 335,0
dont GW	25,3	25,3	25,3	25,3
BFR	-1 255,0	-1 378,0	-1 376,0	-1 376,0
Fonds Propres totaux	5 801,0	6 073,8	6 137,0	6 222,6
Endettement Financier net	4 872,0	4 938,2	5 398,3	5 826,0

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	1 525,9	1 395,5	900,9	1 268,5
CAPEX	-1 078,0	-1 100,0	-1 150,0	-1 150,0
CAF / CAPEX	-1,4	-1,3	-0,8	-1,1
Variation de BFR	-3,0	123,0	-2,0	0,0
Pay-Out	60%	12%	599%	108%
FCF Opérationnel	444,9	418,5	-251,1	118,5

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	84%	81%	88%	94%
DN/EBITDA	2,5x	2,8x	5,3x	3,6x
GW/FP	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Marge d'EBITA	25,8%	21,4%	10,9%	21,8%
Marge nette	13,6%	12,5%	2,6%	10,5%
ROE	10,5%	9,7%	1,1%	6,8%
ROCE	9,9%	8,4%	2,3%	6,8%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	6,25	5,72	0,74	4,36
Dividende net	3,70	0,70	4,20	4,60
CAF / action	15,42	14,10	9,10	12,82
Actif net par action	49,01	51,27	51,30	51,41

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	180,1 €	165,8 €	99,8 €	99,8 €
PER	28,8x	29,0x	135,3x	22,9x
P / CAF	11,7x	11,8x	11,0x	7,8x
Rdt du FCF opérationnel	1,8%	1,9%	-1,5%	0,7%
P / AN	3,7x	3,2x	1,9x	1,9x
VE / CA	5,5x	4,8x	6,2x	4,3x
VE/ EBITDA	12,5x	12,7x	16,4x	10,8x
VE/ EBITA	21,2x	22,4x	57,3x	19,6x

*Les CRE (Contrat de Régulation Economique), conclus avec l'État pour une durée de 5 ans, déterminent un programme d'investissement et les conditions de l'évolution des tarifs des redevances aéroportuaires dues par les compagnies aériennes sur le périmètre régulé (activités de services publics aéroportuaires).

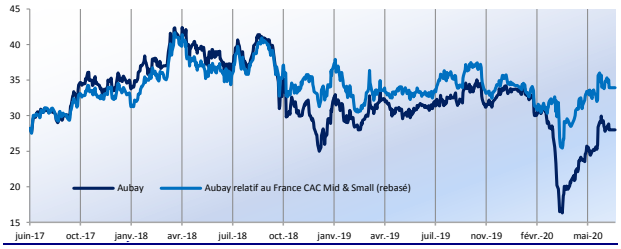
Source : Financière d'Uzès

"LES ESSENTIELLES"

AUBAY — Cours au 19/06/2020 : **28,0 €**
Secteur : ESN — Objectif : **36,0€ (+28,6%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	AUB-PAR / FR0000063737
Capitalisation	370 M€
Flottant	52,7%
Extrêmes 12 m (€)	16,3€ / 35,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+11,6%	+69,5%	-9,8%
Performance relative	+1,6%	+39,3%	+2,1%

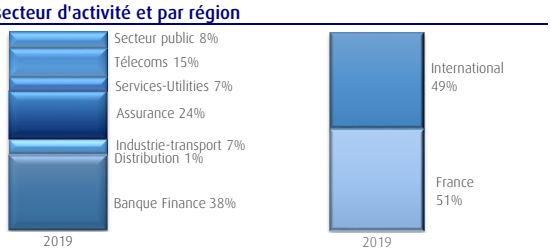


Dans un environnement difficile (ralentissement de la demande observée dans le secteur Services IT, perturbations sur les transports en France au 4T, calendrier défavorable), les résultats 2019 ressortent solides : 1/ CA de 417,8M€ (+4,3% tiré par l'International à +5,4% et la France à +3,2%), 2/ MOP de 10,2% (-30pbs) en haut de la fourchette de l'objectif initial avec l'International stable à 9,1% et la France à 11,3% (-50pbs liés au contexte), 3/ RN de 26,4M€ (-3,4% en lien avec une hausse du taux d'impôt à 33% vs 30% en 2018), 4/ FCF à 35,6M€ (x2 lié à l'amélioration du BFR).

Sur le 1T20, l'activité montre une bonne résistance avec un CA de 111M€ (+5,9% lié à l'intégration de Quantic en France ; +1,7%pcc). La France paye le plus lourd tribut des débuts de la crise liée au Covid-19 (-1,7%pcc) alors que l'activité à l'International reste dynamique (+5,5%pcc) malgré le confinement en Italie début mars et progressivement dans les autres zones. Ce sont principalement les secteurs de la Banque/Assurance, Energie, Télécoms qui tirent la performance contrairement à l'Industrie et la Distribution qui diffèrent ou annulent des contrats. Par ailleurs, la présence de contrats pluriannuels participe à soutenir l'activité.

Lors de la publication des chiffres fin avril, la direction, bien que contrainte à suspendre ses objectifs financiers 2020, se montrait rassurante sur l'évolution des indicateurs : elle observait un « léger mieux » avec une reprise d'activité de la part de quelques industriels notamment en Espagne. En conséquence, elle s'engage sur un CA 2T20 en baisse contenue de -6%. Cette dernière indication illustre une fois encore la bonne gestion du management face à la crise et la résilience de ses moteurs de croissance (mise à niveau des systèmes d'information commandée par les changements permanents du point de vue réglementaire chez les clients, digitalisation). Notre opinion positive est réitérée.

CA par secteur d'activité et par région



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	400,6	417,8	408,3	424,6
EBITDA	43,9	50,2	40,7	47,0
EBITA	41,9	42,8	34,0	41,1
Résultat Financier	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
RN	29,7	26,4	21,9	26,6
RN part du groupe	29,7	26,4	21,9	26,6

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	136,7	136,7	135,9	135,0
dont GW	0,7	0,7	-0,1	-1,0
BFR	36,0	35,5	34,7	36,1
Fonds Propres totaux	165,4	185,4	199,5	217,8
Endettement Financier net	-0,2	-27,5	-48,4	-75,1

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	30,9	36,9	30,2	34,3
CAPEX	-2,1	-2,1	-2,0	-2,1
CAF / CAPEX	14,7	17,7	14,8	16,1
Variation de BFR	-14,9	-0,6	-0,8	1,4
Pay-Out	26%	30%	37%	31%
FCF Opérationnel	13,9	34,3	27,3	33,5

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	0%	-15%	-24%	-34%
DN/EBITDA	-0,0	-0,5	-1,2	-1,6
GW/FP	0,4%	0,4%	-0,1%	-0,5%
Marge d'EBITA	10,5%	10,2%	8,3%	9,7%
Marge nette	7,4%	6,3%	5,4%	6,3%
ROE	18,0%	14,2%	11,0%	12,2%
ROCE	24,2%	24,8%	20,0%	24,0%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	2,26	2,01	1,67	2,02
Dividende net	0,60	0,60	0,63	0,63
CAF / action	2,35	2,81	2,30	2,61
Actif net par action	12,69	14,23	15,30	16,71

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	36,6 €	31,5 €	28,0 €	28,0 €
PER	16,2x	15,7x	16,8x	13,8x
P / CAF	15,6x	11,2x	12,2x	10,7x
Rdt du FCF opérationnel	2,9%	8,9%	8,5%	11,4%
P / AN	2,9x	2,2x	1,8x	1,7x
VE / CA	1,2x	0,9x	0,8x	0,7x
VE/ EBITDA	11,0x	7,7x	7,9x	6,3x
VE/ EBITA	11,5x	9,1x	9,5x	7,2x

Source : Financière d'Uzès

BENETEAU

Secteur : Loisirs

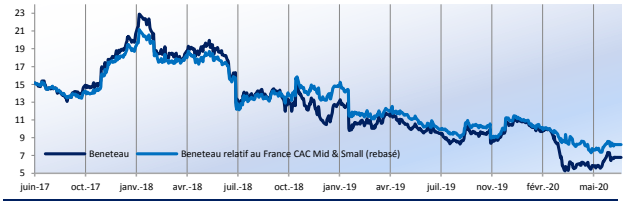
PEA - PME

Cours au 19/06/2020 **6,8 €**

Objectif **10,0€ (+47,0%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	BEN-PAR / FR0000035164
Capitalisation	561 M€
Flottant	44,3%
Extrêmes 12 m (€)	5,3€ / 11,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+15,4%	+18,7%	-32,5%
Perf. relative CAC40	+3,7%	-10,4%	-22,8%



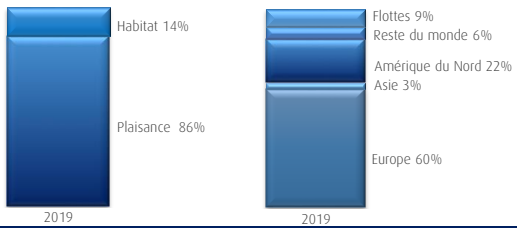
Résultats et enjeux

Les résultats du S1 sont contrastés, avec un bon niveau d'activité (CA à 519M€ +4,7%) mais un ROC en retrait à -8.7M€ (vs -3,4M€/S1 2019), traduisant une amélioration de la contribution de l'Habitat (9.3M€vs 7.7M€) mais une dégradation de la Plaisance (-18.1M€vs -11M€). Ces résultats sont comme traditionnellement peu représentatifs de l'année compte tenue de la saisonnalité de l'activité (65% du CA/S2) mais arrêtés au 29/2, avant crise sanitaire Covid-19.

Sans vraie surprise, la crise sanitaire contraint le groupe à suspendre ses guidances 2020 qui elles-mêmes avaient déjà déçu soit : 1/CA : +2%/+4% à change constant, 2/Ebitda : +4%/+6% et Ebit stable à 82M€ après hausse des DAP, 3/ FCF en amélioration. La production, stoppée de mi-mars à fin avril, repart progressivement avec l'objectif d'un redémarrage de tous les sites courant mai mais avec une productivité plus faible qu'avant crise sanitaire (sécurité, distanciation physique, formation...). Peu d'annulations de commandes sont à déplorer, plutôt des reports mais le T3 va s'afficher en forte baisse, le T4 également avec pour enjeu principal de rattraper les retards de production et d'assurer les livraisons de bateaux terminés. Nous abaissons nos estimations de CA 2020 à 1143M€ (-14,5%) avec l'hypothèse d'un S2 à -25% et notre ROC à 41M€ (-50%) sur la base d'une marge sur coûts variables attendue autour de 31% (vs 34% l'année dernière).

Le groupe se tient prêt à relever les défis avec un nouveau Plan stratégique en cours d'élaboration (présentation le 9/07) et un double objectif : 1/refondre le portefeuille produits pour l'adapter aux besoins de demain, 2/ adapter l'outil de production à une baisse des volumes en 2020 et 2021.
Le momentum va rester difficile et la visibilité faible à CT. En revanche la valorisation reste faible.

CA par activité et zone géographique



Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	1 287,2	1 336,2	1 142,6	1 142,6
EBITDA	152,9	156,3	119,5	110,6
EBITA	87,6	82,1	41,1	32,2
Résultat Financier	-2,9	-2,9	-2,9	-2,0
RN part du groupe	61,3	49,5	24,6	24,1

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	487,1	514,6	516,2	517,8
dont GW	81,4	91,1	91,1	91,1
BFR	13,8	72,7	45,1	45,1
Fonds Propres totaux	633,3	644,1	649,7	653,8
Endettement Financier net	-161,9	-97,0	-127,3	-126,6

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	125,7	122,4	101,7	101,2
Investissement	-83,4	-79,8	-80,0	-80,0
CAF / Invt	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3
Variation de BFR	41,1	-58,9	27,6	0,0
Pay-Out	0,4	0,4	0,9	0,9
FCF opérationnel	83,3	-16,2	49,4	21,2

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	-25,6%	-15,1%	-19,6%	-19,4%
DN/EBITDA	-1,1x	-0,6x	-1,1x	-1,1x
GW/FP	12,9%	14,1%	14,0%	13,9%
Marge d'EBIT	6,8%	6,1%	3,6%	2,8%
Marge nette	4,8%	3,7%	2,2%	2,1%
ROE	9,7%	7,7%	3,8%	3,7%
ROCE	17,5%	14,0%	7,3%	5,7%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA corrigé	0,74	0,60	0,30	0,29
Dividende net	0,26	0,23	0,24	0,25
CAF / action	1,52	1,48	1,23	1,22
Actif net par action	7,37	7,56	7,62	7,66

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	17,4 €	11,4 €	6,8 €	6,8 €
PER	23,4x	19,0x	22,8x	23,3x
P / CAF	11,4x	7,7x	5,5x	5,5x
Rdt du FCF opérationnel	6,5%	-1,9%	11,4%	4,9%
P / AN	2,4x	1,5x	0,9x	0,9x
VE / CA	1,0x	0,6x	0,4x	0,4x
VE/ EBITDA	8,3x	5,4x	3,6x	3,9x
VE/ EBIT	14,6x	10,3x	10,5x	13,5x

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

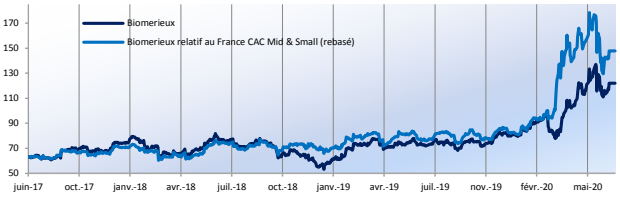
Source : Financière d'Uzès

"LES ESSENTIELLES"

BIOMERIEUX — Cours au 19/06/2020 : **121,9 €**
Secteur : Santé — Objectif : **102,3€ (-16,0%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	BIM-PAR / FR0013280286
Capitalisation	14 428 M€
Flottant	36,0%
Extrêmes 12 m (€)	68,3€ / 137,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-4,0%	+42,8%	+57,5%
Perf. relative CAC40	-15,7%	+13,7%	+67,3%



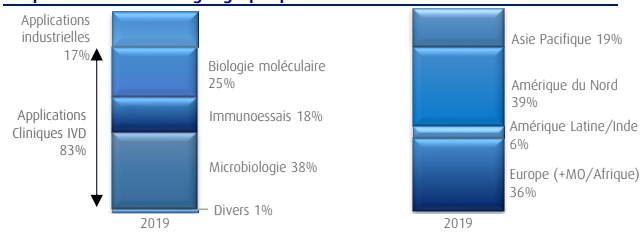
Résultats et enjeux

Après un exercice 2019 de qualité, (CA à 2675M€ (+10.5%, +7.2%pcc), ROC contributif à 389M€ (+6.9%) et 14.5%CA (-40pb)), toujours largement porté par la Biologie moléculaire (+17.9%pcc) mais pénalisé par i/la hausse (attendue) des frais commerciaux en soutien des gammes Biofire/FilmArray, ii/ l'effet dilutif des dernières acquisitions (Astute Medical, Hybiome, Invisible Sentinel), début 2020 ressort excellent (CA T1 à 769M€ (+21.5%), tiré par la biologie moléculaire (+60%) et la très forte demande sur les panels Respiratoire et Pneumonie. Le groupe annonce dans le même temps le lancement de plusieurs tests de détection du SARS- CoV-2 dont : 1/un test PCR de la gamme Argene marqué CE depuis avril, en attente pour soumission à la FDA, 2/ un test BioFire Covid 19 avec autorisation en urgence de la FDA depuis fin mars, en attente de marquage CE, 3/ un marquage CE des tests sérologiques Vidas anti-SARS COV2. Les sites de production sont opérationnels et fonctionnent à plein. bioMérieux suspend en revanche sa guidance en évoquant une forte demande de tests respiratoires mais une baisse du flux de patients pour d'autres motifs qui pèsera sur les gammes Immunoessais (18%CA) et Microbiologie (38%CA).

A ce stade, la société ne fournit aucun chiffrage sur : i/ ses capacités de production de tests COVID; ii/ la taille estimée du marché; iii/ le prix des tests, iv/ la baisse de CA sur les tests "routine"... Nous nous interrogeons sur la suspension envisagée du dividende et la levée des guidances mais avons tendance à considérer les objectifs de février comme un plancher (croissance de +5% à +7% du CA pour un ROC contributif de 395/415M€) et l'épidémie de Covid comme une opportunité. Nous relevons donc nos estimations à 2922M€ de CA (+9.2%) pour un ROC contributif de 435M€ (+12%) et 14,9%CA (+40pb).

Le titre présente l'attrait d'un profil opportuniste dans le contexte actuel mais avec des multiples désormais élevés.

CA par activité et zone géographique



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	2 421,3	2 674,9	2 922,6	3 127,2
EBITDA	518,9	578,0	641,7	699,7
EBITA	361,0	388,5	434,6	478,2
EBIT	343,7	370,6	416,7	460,3
Résultat Financier	-23,0	-23,1	-20,5	-9,0
RN	255,7	269,7	301,1	347,5

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	2 093,9	2 343,3	2 179,1	2 403,2
dont GW	616,5	652,5	737,7	797,6
BFR	359,1	431,9	471,9	504,9
Fonds Propres totaux	2 003,0	2 254,6	2 513,9	2 817,2
Endettement Financier net	266,9	317,3	165,3	-63,0

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	432,2	480,2	529,2	590,0
CAPEX	-221,4	-272,5	-292,3	-281,4
CAF / CAPEX	-2,0	-1,8	-1,8	-2,1
Variation de BFR	-33,3	72,8	40,0	33,0
Pay-Out	-16,9%	-16,1%	-16,5%	-15,5%
FCF opérationnel	177,5	280,5	276,9	341,6

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	13%	14%	7%	-2%
DN/EBITDA	0,5x	0,5x	0,3x	-0,1x
GW/FP	30,8%	28,9%	29,3%	28,3%
M/EBITA	14,9%	14,5%	14,9%	15,3%
Marge nette	10,6%	10,1%	10,3%	11,1%
ROE	12,8%	12,1%	12,1%	12,4%
ROCE	14,0%	13,4%	15,7%	15,8%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA publié	2,17	2,30	2,57	2,96
Dividende net	0,35	0,38	0,40	0,42
CAF / action	1,22	4,06	4,47	4,98
Actif net par action	5,64	19,05	21,24	23,80

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier *	70,1 €	72,8 €	121,9 €	121,9 €
PE	32,3x	31,6x	47,4x	41,2x
P / CAF	57,6	17,9	27,3	24,5
Rdt du FCF opérationnel	0,7%	3,1%	1,9%	2,4%
P / AN	12,4x	3,8x	5,7x	5,1x
VE / CA	10,4x	3,3x	5,0x	4,6x
VE/ EBITDA	48,5x	15,5x	22,7x	20,5x
VE/EBITA	69,7x	23,0x	33,6x	30,0x

Source : Financière d'Uzès

BOIRON

Secteur : Santé

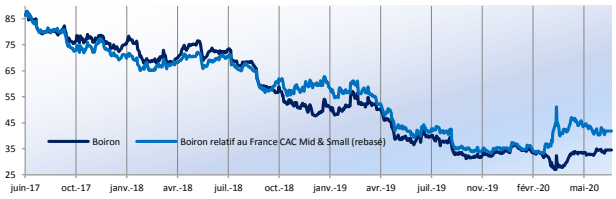
PEA - PME

Cours au 19/06/2020 **34,5 €**

Objectif **36,8€ (+6,5%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	BOI-PAR / FR0000061129
Capitalisation	605 M€
Flottant	24,3%
Extrêmes 12 m (€)	27,0€ / 42,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+4,9%	+6,5%	-11,1%
Perf. relative CAC40	-6,8%	-22,7%	-1,3%



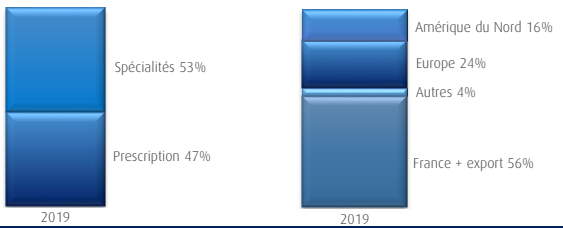
Résultats et enjeux

Les résultats 2019 sont en forte baisse, en lien avec la chute des ventes en France (-12,6%). Le CA s'inscrit à 557M€ (-7,8%), le ROC à 67M€ (-36,9%) après un effort déjà important de baisse des charges. Le bilan reste solide, la trésorerie nette positive de 203M€. Le dividende est proposé en baisse à 1,05€ mais la distribution devrait être maintenue.

A ce stade, et malgré un excellent T1 (CA +9,3%), la tendance reste baissière en France (-12,7%). Un plan de réorganisation pour application en 2021 est annoncé : 1/ arrêt du site de production de Montrichard/Tours, 2/ fermeture de 12 établissements de préparation/distribution sur 27 au total, 3/ redimensionnement des équipes de production et préparation sur les sites conservés, 4/ réorganisation des équipes commerciales. 646 suppressions de postes sont prévues pour 134 créations sur un total de 2500 postes en France et 3700 dans le monde. Non chiffré, ni dans son coût (plusieurs dizaines de M€), ni dans ses effets, nous pensons le plan en mesure de réduire les charges de -40 à -50M€, à répartir sur 2 années en 2021 et 2022. La direction anticipe une nouvelle baisse de l'activité et des résultats pour 2020. Pour notre part, nous retiendrons une baisse de -3,8% du CA à 536M€ pour un ROC de 30M€ (-55%), après i/-30M€ de charges de restructuration, ii/mise en œuvre de 50% du plan d'économies, mais avec un degré d'incertitude élevé (réaction du consommateur à l'arrêt du remboursement au 1/1/2021, pathologie de fin d'année, chiffrage et mise en œuvre du plan de restructuration...).

L'essentiel des mauvaises nouvelles est dans les cours, avec un potentiel de baisse que nous pensons limité (Trésorerie nette= 40% Capitalisation boursière). Mais la visibilité reste faible et les leviers de croissance encore incertains.

CA par activité et zone géographique



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	604,2	557,1	535,7	515,5
EBITDA	134,2	103,0	96,2	92,3
EBIT	99,8	66,9	60,1	55,2
Résultat Financier	-2,0	-2,5	-2,5	-2,5
RN part du Groupe	51,3	40,6	17,4	33,2

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	347,3	349,9	332,3	323,1
dont GW	89,6	89,6	89,6	89,6
BFR	39,0	70,9	68,2	65,6
Fonds Propres totaux	486,0	505,5	504,4	529,7
Endettement Financier net	-211,3	-202,4	-215,2	-252,2

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	85,7	79,6	53,5	70,3
CAPEX	47,7	37,5	25,0	28,0
CAF / CAPEX	1,8	2,1	2,1	2,5
Variation de BFR	-3,2	31,9	-2,7	-2,6
Pay-Out	49,7%	45,4%	45,4%	45,4%
FCF opérationnel	41,2	10,1	31,2	44,9

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	-43%	-40%	-43%	-48%
DN/EBITDA	-1,4	-1,5	-2,1	-2,6
GW/FP	18,4%	17,7%	17,8%	16,9%
M/EBIT	16,5%	12,0%	11,2%	10,7%
Marge nette	12,9%	9,2%	7,6%	3,4%
ROE	10,5%	8,0%	3,4%	6,3%
ROCE	25,8%	15,9%	15,0%	14,2%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA retraité	2,92	2,31	0,99	1,89
Dividende net	1,45	1,05	0,45	0,86
CAF / action	4,88	4,53	3,04	4,00
Actif net par action	26,22	27,73	28,27	29,30

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	65,9 €	41,5 €	34,5 €	34,5 €
PER	22,6	18,0	34,9	18,2
P / CAF	13,5	9,2	11,3	8,6
Rdt du FCF opérationnel	4,4%	1,9%	6,8%	10,6%
P / AN	2,5	1,5	1,2	1,2
VE / CA	1,6	0,9	0,9	0,8
VE/ EBITDA	7,1	5,1	4,8	4,6
VE/ EBIT	9,5	7,9	7,7	7,7

Source : Financière d'Uzès

BONDUELLE

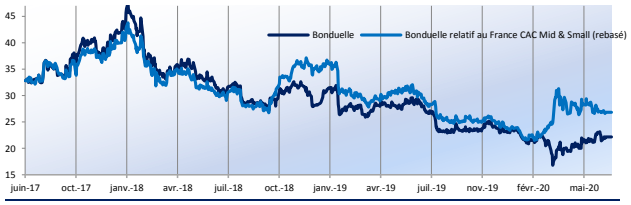
Secteur : Alimentation, boissons

Cours au 19/06/2020 **22,2 €**

Objectif **25,6€ (+15,4%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	BON-PAR / FR0000063935
Capitalisation	721 M€
Flottant	42,8%
Extrêmes 12 m (€)	16,8€ / 29,6€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+3,3%	+12,9%	-22,6%
Perf. relative CAC40	-8,4%	-16,3%	-12,8%



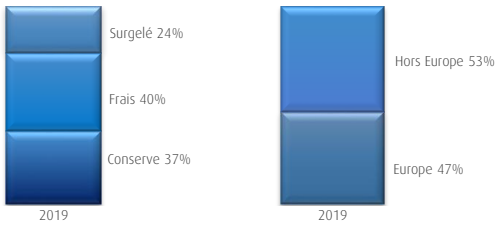
Résultats et enjeux

Le S1 est encore décevant, pénalisé par des campagnes agricoles difficiles et une inflation des coûts difficilement répercutée dans les prix de vente. Le CA ressort à 1442M€ (+2,5% dont +0,6% pcc), le ROC à 57,2M€ (-6,2%) et 4% du CA (-30pb), recouvrant : 1/ une MOP stable en Europe à 3,6% du fait d'une base de comparaison favorable (dépenses marketing/climat), 2/une MOP en retrait de -80pb à 4,2% hors Europe, pénalisée par une baisse du frais aux USA et une campagne agricole difficile en Russie. La dette financière est élevée à 892M€ et 123%FP mais en lien avec la saisonnalité de l'activité.

Le CA T3 a été bon et très supérieur aux attentes à 761.2M€ (+12,7%), soutenu par des achats de précaution en conserves (+21,3%) et surgelés (+10,6%) en grande distribution en mars, quand le frais est resté stable (+0.8%). A 9 mois, le CA ressort à 2203M€ (+5,8% dont +3,8%) mais sans permettre au groupe de préciser ses objectifs annuels : 1/ chute de la RHF (Restauration Hors Foyer) à attendre au T4 et grande volatilité du frais, 2/ surcoûts Covid (logistique, sécurité, distanciation physique...) venant renchérir une inflation des coûts déjà imparfaitement répercutée aux clients. Début avril, le groupe suspendait ses guidances, déjà révisées en bas de fourchette en février 2020 dans les proportions suivantes: CA à +1,5%, ROC à 115M€ (-6%). Le Pay-Out est par ailleurs annoncé en baisse de 20%. Pour notre part, nous pensons le CA comme un minimum dans le contexte sanitaire exceptionnel du moment. En revanche, les surcoûts de production vont peser sur la marge que nous ramenons à 108,5M€ et 3,8% du CA (-70pb).

2020/21 devrait être moins compliqué, sans problème apparent sur la campagne agricole 2020 à ce stade. C'est un élément positif, tout comme les bons chiffres du T3. Mais la visibilité reste faible et sans rien d'excitant à CT.

CA par activité et zone géographique



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	2 776,6	2 777,1	2 820,5	2 901,6
EBITDA	212,1	213,0	199,2	214,1
EBITA	123,6	123,6	107,5	119,8
EBIT	119,0	115,8	102,9	117,8
Résultat Financier	-25,3	-22,6	-23,0	-21,0
RN part du Groupe	72,4	72,6	61,5	74,5

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	1 060,2	1 122,9	1 131,2	1 141,9
dont GW	461,8	481,9	481,9	481,9
BFR	283,5	342,4	347,8	358,1
Fonds Propres totaux	654,4	732,5	777,8	838,5
Endettement Financier net	617,4	675,2	643,8	604,0

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	160,7	154,4	153,2	168,8
CAPEX	97,7	117,0	100,0	105,0
CAF / CAPEX	1,6	1,3	1,5	1,6
Variation de BFR	11,0	58,9	5,5	10,2
Pay-Out	22%	22%	22%	22%
FCF opérationnel	52,0	-21,4	47,7	53,6

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	94%	92%	83%	72%
DN/EBITDA	3,3x	3,2x	3,0x	3,0x
GW/FP	70,6%	65,8%	62,0%	57,5%
M/EBITA	4,5%	4,5%	3,8%	4,1%
Marge nette	2,6%	2,6%	2,2%	2,6%
ROE	11,3%	10,1%	8,1%	9,1%
ROCE	9,2%	8,4%	7,3%	8,0%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	2,24	2,25	1,91	2,31
Dividende net	0,50	0,50	0,42	0,51
CAF / action	4,98	4,78	4,75	5,23
Actif net par action	19,80	22,22	23,63	25,51

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	30,8 €	28,6 €	22,2 €	22,2 €
PER	13,7x	12,7x	11,6x	9,6x
P / CAF	6,2x	6,0x	4,7x	4,2x
Rdt du FCF opérationnel	3,2%	-1,3%	3,5%	4,1%
P / AN	1,6x	1,3x	0,9x	0,9x
VE / CA	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x
VE/ EBITDA	7,6x	7,5x	6,8x	6,2x
VE/ EBITA	13,0x	12,9x	12,6x	11,0x

Source : Financière d'Uzès

BUREAU VERITAS

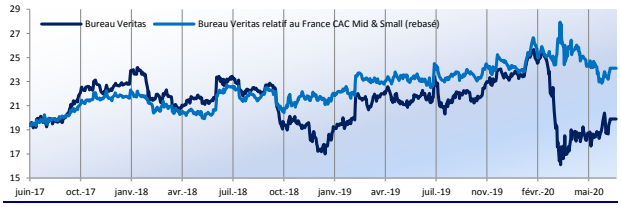
Secteur : Service aux entreprises

Cours au 19/06/2020 **19,9 €**

Objectif **21,2€ (+6,3%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	BVI-PAR / FR0006174348
Capitalisation	8 991 M€
Flottant	62,6%
Extrêmes 12 m (€)	16,1€ / 25,8€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+7,4%	+13,1%	-8,5%
Performance relative	-4,3%	-16,1%	+1,2%

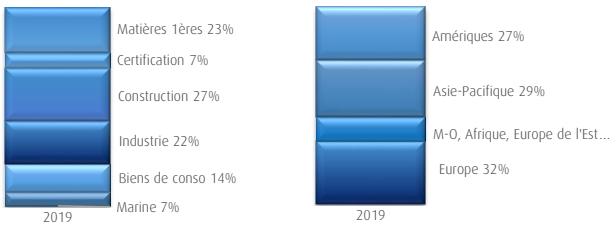


Résultats et enjeux

Les résultats 2019 se sont révélés globalement en ligne avec : 1/ un CA à 5,1Md€ (+4,3pcc dont +5,3% au 4T) qui traduit la pertinence du modèle économique dont la réorientation a été réalisée avec succès sur les 5 dernières années. Hormis la Certification déjà attendu en baisse (-1,5%pcc), les 5 autres branches ont progressé sur l'année à bon rythme avec, pour la plus faible, les Biens de consommation (+2,3%pcc) et, pour la plus forte, l'Agroalimentaire et MP (+6,7%pcc). L'EBITDA ajusté s'élève à 832M€ (+9,7%) soit une MOP ajustée de 16,3% (+50pbs ou +20pbs à tcc et avant FRS 16). Le FCF s'établit à 618M€ (+29,2%) soit 12,1%CA.

Sur le 1T, le CA se maintient à bon niveau à 1,14Md€ (-3% ; -1,6%pcc), impacté principalement par les opérations en Chine. 3 activités sur 6 ressortent en croissance positive : Marine & offshore (+8,7%pcc grâce à la croissance à 2 chiffres des nouvelles constructions de navires), Industries (+2,9%pcc grâce au marché des Opex dans les secteurs de l'Energie notamment en France et Am latine) et AgroAlimentaire et MP (+0,2%pcc lié à la performance des produits alimentaires). Ces 3 activités viennent amortir le recul du CA observé dans les 2 branches plus fortement touchées par les fermetures en Chine : Biens de Consommations (-18,3%pcc notamment sur Biens durables et Biens électriques/électroniques) et Certifications (-7,9%pcc, considérées par les clients comme activités non essentielles). La guidance 2020 est abandonnée avec des craintes sur le 2T qui se présente autrement plus difficile que le 1T en raison des fermetures en Europe, Am. du Nord et Latine et durant lequel seule la Marine pourrait se montrer solide. Les marges sont donc à risque sur l'année malgré les mesures prises en France (Chômage partiel, réduction des coûts). S'agissant des liquidités et des ressources financières disponibles, le groupe dispose à fin mai de 1,95Md€ dont 600K€ de lignes de crédit non tirées pour passer la crise. A CT, la crise fragilise le titre et pourrait remettre en question son profil défensif.

CA par activité et par zone géographique



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	4 795,5	5 099,7	4 702,8	4 938,0
EBITDA	970,1	1 146,0	960,7	1 061,6
EBITA	758,0	831,5	683,1	770,0
Résultat Financier	-93,2	-118,6	-105,0	-85,0
RN	355,1	392,6	304,9	374,4
RN part du groupe	332,6	367,9	280,9	350,4

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	3 384,3	3 778,3	3 128,7	2 839,7
dont GW	2 011,6	2 075,1	2 075,1	2 075,1
BFR	411,7	437,8	403,7	423,9
Fonds Propres totaux	1 007,6	1 322,1	1 381,3	1 461,4
Endettement Financier net	2 108,4	2 228,3	1 861,0	1 451,1

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	598,4	757,7	742,1	815,2
CAPEX	-124,1	-122,7	-113,2	-118,8
CAF / CAPEX	-4,8	-6,2	-6,6	-6,9
Variation de BFR	4,1	-17,2	-43,9	-20,2
Pay-Out	49%	47%	70%	59%
FCF Opérationnel	478,4	617,8	585,0	676,2

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	209%	169%	135%	99%
DN/EBITDA	2,2x	1,9x	1,9x	1,4x
GW/FP	199,6%	157,0%	150,2%	142,0%
Marge d'EBITA	15,8%	16,3%	14,5%	15,6%
Marge nette	6,9%	7,2%	6,0%	7,1%
ROE	33,0%	27,8%	20,3%	24,0%
ROCE	20,0%	19,7%	19,3%	23,6%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	1,12	1,20	0,95	1,13
Dividende net	0,56	0,56	0,67	0,67
CAF / action	1,36	1,70	1,66	1,83
Actif net par action	2,20	2,86	2,94	3,06

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	21,5 €	21,5 €	19,9 €	19,9 €
PER	19,1x	18,0x	20,9x	17,6x
P / CAF	15,8x	12,7x	12,0x	10,9x
Rdt du FCF opérationnel	3,9%	5,0%	5,2%	6,2%
P / AN	9,8x	7,5x	6,8x	6,5x
VE / CA	2,5x	2,4x	2,4x	2,2x
VE/ EBITDA	12,6x	10,8x	11,8x	10,3x
VE/ EBITA	16,1x	14,9x	16,6x	14,2x

Source : Financière d'Uzès

BURELLE

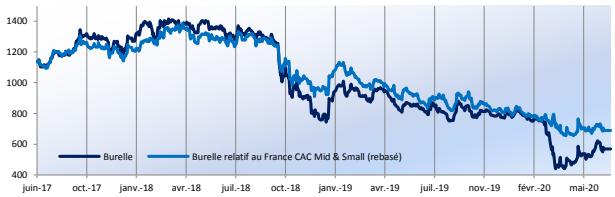
Secteur : Equipementiers Automobiles

Cours au 19/06/2020 **568 €**

Décote sur ANR **-59%**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	BUR-PAR / FR0000061137
Capitalisation	998 M€
Extrêmes 12 m (€)	440,0€ / 880,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+6,4%	+23,5%	-34,0%
Perf. relative CAC Mid & Small	-3,6%	-6,7%	-22,0%



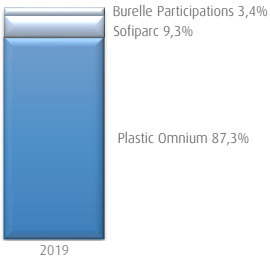
Résultats et enjeux

Burelle est une société holding, maison mère du groupe Plastic Omnium qui contribue pour l'essentiel des résultats consolidés de Burelle. Son 2ème actif, BURELLE Participations, a comme objectif de générer des plus-values sur des périodes de 5 à 7 ans. Enfin, SOFIPARC détient et gère un patrimoine immobilier à caractère non industriel situé en Ile-de-France et dans la région lyonnaise.

Au 19-06-20 sur la base d'un cours de Plastic Omnium à 24,7€, l'actif net réévalué de Burelle ressort à 2552,2M€, soit 1377,1€ par action. A cette date, le cours de l'action Burelle (568,0€) fait ressortir une décote de -59% sur l'ANR.

Historiquement, la décote moyenne s'est établie dans une fourchette de 20% à 30%. Le titre nous semble ainsi sous-valorisé.

Participations de Burelle



Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	7 244,7	8 493,6	7 025,9	8 306,2
EBITDA	918,2	1 005,3	1 198,4	1 335,1
EBITA	576,7	501,4	249,1	494,1
Résultat Financier	-70,2	-77,8	-88,4	-81,2
RN	523,9	240,4	41,6	224,9
RN part du groupe	533,4	258,2	59,3	242,7

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	3 850,8	4 073,7	3 892,9	3 852,1
dont GW	1 015,7	1 017,8	1 017,8	1 017,8
BFR	-629,7	-657,6	-590,6	-698,2
Fonds Propres totaux	2 182,0	2 343,6	2 336,5	2 524,2
Endettement Financier net	697,9	739,8	950,4	606,8

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	596,0	839,3	1 074,7	1 087,6
CAPEX	-562,0	-512,0	-358,4	-498,4
CAF / CAPEX	-1,1	-1,6	-3,0	-2,2
Variation de BFR	132,0	-16,7	-67,0	107,6
Pay-Out	2,4%	5,0%	21,9%	5,3%
FCF opérationnel	166,0	310,6	649,3	696,9

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	32%	32%	41%	24%
DN/EBITDA	0,8	0,7	0,8	0,5
GW/FP	46,6%	43,4%	43,6%	40,3%
M/Ebita	8,0%	5,9%	3,5%	5,9%
Marge nette	7,4%	3,0%	0,8%	2,9%
ROE	24,4%	11,0%	2,5%	9,6%
ROCE	17,9%	14,7%	7,5%	15,7%

PARTICIPATIONS	Valorisation 19-juin-20	Détention (%)	Part du groupe
PLASTIC OMNIUM (17,9€)	2 664 M€	58,8%	1 566 M€
+ BURELLE Participations	62 M€	100%	61,5 M€
+ SOFIPARC	167 M€	100%	167,2 M€
= Somme des participations			1 794 M€
- Dette Nette (au 31/12/2019)			757,7 M€
= Actif Net Réévalué (ANR)			2 552 M€
ANR par action			1377,1 €
Cours de BURELLE			568,0 €
Décote actuelle			-59%

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

ECONOCOM

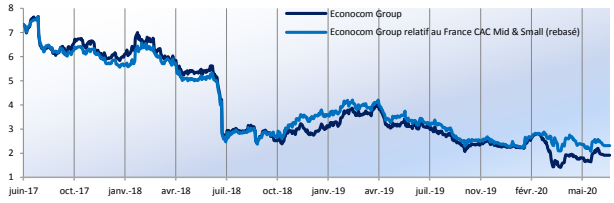
Secteur : ESN

Cours au 19/06/2020 **1,9 €**

Objectif **2,7€ (+38,8%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	ECONB-BRU / BE0974313455
Capitalisation	469 M€
Flottant	52,8%
Extrêmes 12 m (€)	1,4€ / 3,3€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+12,2%	+14,2%	-41,0%
Performance relative	+11,6%	-1,5%	-39,7%

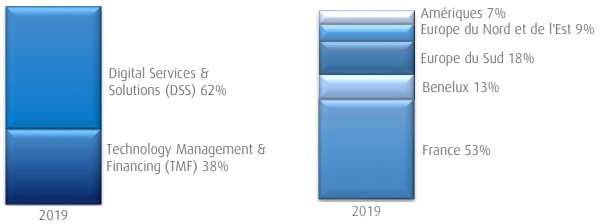


Résultats et enjeux

Alors que les résultats 2019 montraient des signes de redressement sur certains indicateurs financiers, portés par une restructuration en interne, la crise du Covid vient fragiliser ces signes encourageants d'amélioration. Ainsi, en 2019, le CA à 2,9Md€ (stable ; -0,8%pcc) a été pénalisé par l'activité TMF, victime de malversations en Italie qui ont pesé à hauteur de -130M€ sur le CA. Hors cette difficulté, le groupe aurait enregistré une croissance de son CA de +3,7%pcc. Le ROC à 126M€ (+13,8%) représente une marge de 4,3% (+70pbs) qui a bénéficié d'un programme renforcé d'économies. Le FCF ressort à un niveau solide à 63M€, illustrant une réduction des Capex et du BFR, et participe ainsi, en même temps que 2 cessions d'activités, à stabiliser la DN à 252M€, soit un ratio de 1,4x l'EBITDA.

Sur le 1T, la pandémie frappe durement le groupe avec un CA à 596M€ (-11,1%pcc) pénalisé à la fois par TMF (-16,1% en raison de retard dans la contractualisation des opérations et à des décalages de livraisons chez ses clients en mars) et par DSS (-9,3%). Le T2 s'annonce bien pire, notamment sur les Services IT. Dans ces conditions, le groupe a accéléré certaines étapes de son plan de réduction de coûts pour l'adapter le plus rapidement possible à la décroissance de son activité. Il estime néanmoins être en mesure de maintenir la MOP en variabilisant ses coûts. Au niveau de la trésorerie, le groupe a mis fin à son programme de rachat d'actions et finalise la cession de son activité de maintenance EBC pour traverser la crise sans difficulté. La visibilité demeure faible et 2020 s'annonce comme une nouvelle année de transition et de restructuration qui n'augure pas d'une revalorisation rapide du titre malgré des ratios faibles.

CA par activité et par région



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	2 845,9	2 926,6	2 793,8	2 944,0
EBITDA	143,5	171,6	130,1	167,3
EBITA	110,5	124,2	84,9	119,6
Résultat Financier	-16,0	-19,2	-20,0	-18,4
RN	39,5	35,6	29,8	53,0
RN part du groupe	39,5	44,8	33,5	57,0

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	962,2	878,4	878,4	878,4
dont GW	631,1	512,9	512,9	512,9
BFR	-109,0	-88,9	-84,9	-89,5
Fonds Propres totaux	491,3	483,9	482,4	511,4
Endettement Financier net	251,7	252,4	239,2	223,3

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	23,1	71,0	102,1	127,8
CAPEX	-42,0	-23,0	-33,5	-35,3
CAF / CAPEX	0,5	3,1	3,0	3,6
Variation de BFR	89,0	15,3	4,0	-4,6
Pay-Out	74%	66%	66%	66%
FCF Opérationnel	70,1	63,3	72,6	87,9

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	51%	52%	50%	44%
DN/EBITDA	1,8x	1,5x	1,8x	1,3x
GW/FP	128,5%	106,0%	106,3%	100,3%
Marge d'EBITA	3,9%	4,2%	3,0%	4,1%
Marge nette	1,4%	1,5%	1,2%	1,9%
ROE	8,0%	9,2%	6,9%	11,1%
ROCE	13,0%	15,7%	10,7%	15,2%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	0,17	0,21	0,17	0,28
Dividende net	0,12	0,12	0,09	0,15
CAF / action	0,10	0,32	0,47	0,58
Actif net par action	2,13	2,21	2,20	2,33

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	4,4 €	3,0 €	1,9 €	1,9 €
PER	26,2x	14,4x	11,4x	6,9x
P / CAF	43,8x	9,2x	4,1x	3,3x
Rdt du FCF opérationnel	4,8%	6,0%	9,1%	11,3%
P / AN	2,1x	1,4x	0,9x	0,8x
VE / CA	0,5x	0,4x	0,3x	0,3x
VE/ EBITDA	10,1x	6,1x	6,1x	4,6x
VE/ EBITA	13,1x	8,5x	9,4x	6,5x

Source : Financière d'Uzès

"LES ESSENTIELLES"

ESSILORLUXOTTICA

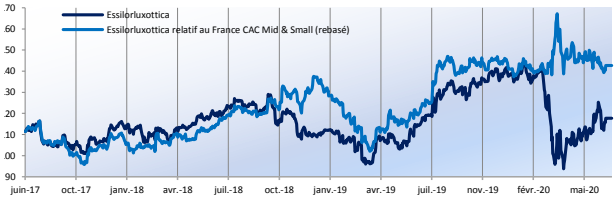
Secteur : Santé

Cours au 19/06/2020 **117,7 €**

Objectif **130,8€ (+11,2%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	EL-PAR / FR0000121667
Flottant	32,7%
Capitalisation	51 498 M€
Extrêmes 12 m (€)	93,8€ / 144,7€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+4,6%	+12,6%	+5,5%
Performance relative	-7,1%	-16,5%	+15,2%



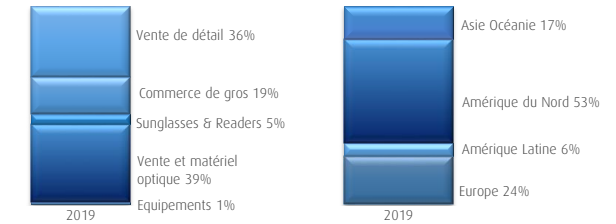
Résultats et enjeux

Les résultats 2019 sont bons, en accélération par rapport à 2018. Le CA s'inscrit à 17390M€ (+7,4%, +4,4%cc), le ROP à 2812M€ (+7,4%) et 16,2% du CA, la dette nette à 4,5Md€ et 1,1x l'Ebitda. Le dividende est supprimé pour préserver la trésorerie dans le contexte spécifique de la crise sanitaire.

Au T1, le groupe a déjà été lourdement impacté par le Covid-19 et la fermeture de ses magasins avec un CA qui a décroché mi-mars à 3784M€ (-10,1% dont -10,9%cc). Une baisse d'activité est attendue plus brutale encore au T2. Les guidances sont suspendues (CA +3% à +5% ; ROP +2% à +6%) et des mesures de stricte maîtrise des coûts sont mises en place (chômage partiel, suspension des dépenses marketing, gel des investissements non essentiels, suspension du M&A) mais les projets d'intégration continuent de progresser : plateforme informatique commune, réseau de laboratoires de prescription unique, achats. CA et ROPA vont s'afficher en baisse sur l'année. En retenant l'hypothèse d'une reprise graduelle de l'activité au S2, nos estimations reviennent à 15315M€ de CA (-11,9%), 2043M€ (-27%) de ROPA et 13,3% CA (-290pb).

La crise sanitaire est particulièrement malvenue en ce sens qu'elle complique encore une période de transition lourde pour le groupe : 1/ renouvellement en cours d'une partie de l'équipe de direction (dont le Directeur Général après départ en retraite de Laurent Vacherot), 2/ chantier d'intégration des groupes Essilor et Luxottica avec l'objectif de 420/600M€ de synergies d'ici 2023, 3/ acquisition en cours pour 5.4Md€ de 76% du capital de Grandvision avec l'idée de créer un acteur mondial de l'optique ophtalmique et de la lunetterie. Sur la base d'un scénario médian de 500M€ de synergies d'ici 2023, notre objectif de cours atteint 119€ et 131€ avec Grandvision. Le projet reste convaincant mais les risques d'exécution sont bien réels et susceptibles de créer de la volatilité sur le titre.

CA par activité et zone géographique



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	16 194	17 390	15 315	16 956
EBITDA	3 377	4 203	3 268	4 096
EBIT	2 618	2 812	2 043	2 740
Résultat Financier	-160	-139	-124	-85
RN part du Groupe	1 774	1 938	1 353	1 916

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	41 049	41 404	38 975	38 639
dont GW	23 486	24 074	24 074	24 074
BFR	2 638	2 807	2 472	2 737
Fonds Propres totaux	33 404	35 333	36 801	38 176
Endettement Financier net	5 835	4 579	2 782	1 675

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	2 533	3 329	2 578	3 272
CAPEX	710	903	810	1 020
CAF / CAPEX	3,6	3,7	3,2	3,2
Variation de BFR	0	169	-335	265
Pay-Out	0,5	0,0	0,4	0,4
FCF opérationnel	1 823	2 257	2 103	1 988

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	17%	13%	7,6%	4,4%
DN/EBITDA	173%	109%	85,1%	40,9%
GW/FP	70%	68%	65,4%	63,1%
M/EBIT	16,2%	16,2%	13,3%	16,2%
Marge nette	11,0%	11,1%	8,8%	11,3%
ROE	5,4%	5,6%	3,7%	5,1%
ROCE	6,0%	6,4%	4,9%	6,6%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA retraité	4,1	4,4	3,1	4,4
Dividende net	2,0	0,0	1,2	1,8
CAF / action	5,8	7,6	5,9	7,5
Actif net par action	75,4	79,5	82,6	85,8

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	116,4 €	119,0 €	117,7 €	117,7 €
PER	28,6	26,9	38,1	26,9
P / CAF	20,1	15,6	20,0	15,7
Rdt du FCF opérationnel	3,2%	4,0%	3,9%	3,7%
P / AN	1,5	1,5	1,4	1,4
VE / CA	3,5	3,3	3,5	3,1
VE/ EBITDA	16,8	13,5	16,6	13,0
VE/ EBIT	21,6	20,1	26,6	19,4

Source : Financière d'Uzès

EUROFINS SCIENTIFIC

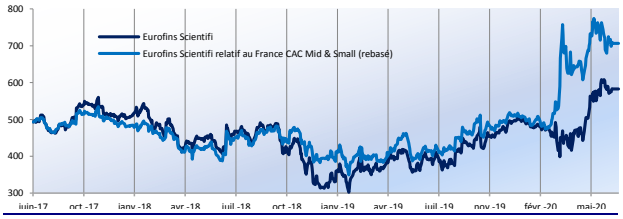
Secteur : Services aux entreprises

Cours au 19/06/2020 **582,8 €**

Objectif **622,7€ (+6,9%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	ERF-PAR / FR0000038259
Capitalisation	11 017 M€
Flottant	64,2%
Extrêmes 12 m (€)	361,4€ / 608,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+5,8%	+34,1%	+54,0%
Performance relative	-5,8%	+4,9%	+63,8%



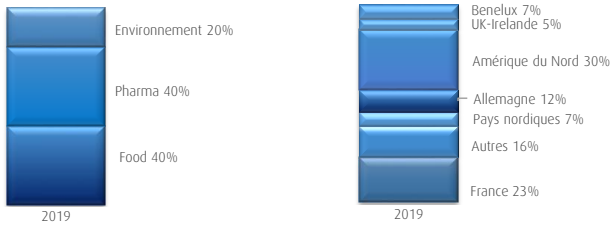
Résultats et enjeux

Bien que pénalisé par 2 facteurs en 2019 (cyber attaque en juin paralysant les opérations et les résultats financiers de la plupart de ses laboratoires, déremboursement sur les tests de préventions des maladies cardiovasculaires de sa filiale BHD aux US), Eurofins a clôturé 2019 avec des résultats solides : un CA de 4,6Md€ (+20,7%), un EBITDA ajusté à 931M€ (+29,3%) soit 20,4% du CA (+140pbs; +10pbs neutralisé des impacts IFRS 16 et cyber attaque). Le RN ressort à 359M€ (+1% lié à la cyberattaque). Le FCF s'élève à 258M€ (+41%) et le ratio DN/EBITDA s'améliore à 3,08x (-0,6x) soit un niveau inférieur aux covenants de 3.5x.

Dans le contexte Covid-19 difficile, l'activité du 1T20 a fait preuve d'une forte résilience : +4,1%pcc; +4,6%pcc hors incendie dans 2 usines soit un niveau proche de la croissance normative du groupe à +5%pcc. Une performance qui incite le groupe à confirmer ses objectifs 2020 : 1/ CA de 5Md€ dont 100M€ de M&A, 2/ EBITDA ajusté de 1,1Md€ dont 20M€ de M&A, 3/ FCF>0 à la faveur d'une baisse des Capex (-45% sur le 2T), de la suspension des opérations de M&A (20-50M€ en 2020) et de l'abandon du versement du dividende relatif à l'exercice 2019.

Le développement récent d'une gamme complète de services et de tests dans le Covid (tests PCR pour la détection de l'infection au Covid, tests de détection d'anticorps, tests pour la sécurisation sanitaire des lieux de travail, outils pour les équipes de recherche de vaccin) présente une opportunité supplémentaire de CA qui pourrait, dans un scénario de poursuite de la pandémie, se traduire par un CA supplémentaire de plus de 1Md€ sur 2020. Pour financer ces développements, le groupe a réalisé mi-mai une augmentation de capital de 500M€ qui a pour double avantage de rassurer les investisseurs sur la liquidité et améliorer les ratios d'endettement du groupe. Par ailleurs, en se faisant à un moment opportun et sur des niveaux de cours au plus haut historique, cette opération traduit un signal de confiance des investisseurs. Notre opinion reste positive sur le titre.

CA par branche d'activité



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	3 781,1	4 562,8	4 890,9	5 285,5
EBITDA	719,8	930,8	1 002,6	1 088,8
EBITA	520,7	573,6	578,3	630,2
Résultat Financier	-54,5	-95,7	-72,8	-68,0
RN	440,8	460,4	440,1	485,3
RN part du groupe	440,8	460,4	440,1	485,3

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	5 500,0	6 219,0	6 185,9	6 150,1
dont GW	3 418,3	3 608,8	3 608,8	3 608,8
BFR	36,5	139,9	256,0	155,1
Fonds Propres totaux	2 722,2	2 898,1	3 203,4	3 487,6
Endettement Financier net	2 722,1	3 244,7	3 048,4	2 806,0

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	600,7	811,5	869,6	943,9
CAPEX	-361,4	-419,7	-391,3	-422,8
CAF / CAPEX	-1,7	-1,9	-2,2	-2,2
Variation de BFR	-20,8	-64,2	-116,1	100,9
Pay-Out	12%	0%	15%	16%
FCF Opérationnel	218,6	327,6	362,3	621,9

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	100%	112%	95%	80%
DN/EBITDA	3,8x	3,5x	3,0x	2,6x
GW/FP	125,6%	124,5%	112,7%	103,5%
Marge d'EBITA	13,8%	12,6%	11,8%	11,9%
Marge nette	11,7%	10,1%	9,0%	9,2%
ROE	16,2%	15,9%	13,7%	13,9%
ROCE	9,4%	9,0%	9,0%	10,0%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	24,08	24,75	23,66	26,09
Dividende net	2,88	0,00	3,50	4,20
CAF / action	33,94	45,59	48,86	53,03
Actif net par action	150,80	159,47	176,62	192,59

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	448,1 €	401,3 €	582,8 €	582,8 €
PER	18,6x	16,2x	24,6x	22,3x
P / CAF	13,2x	8,8x	11,9x	11,0x
Rdt du FCF opérationnel	2,1%	3,1%	2,7%	4,7%
P / AN	3,0x	2,5x	3,3x	3,0x
VE / CA	2,8x	2,3x	2,7x	2,5x
VE/ EBITDA	14,8x	11,2x	13,4x	12,1x
VE/ EBITA	20,4x	18,1x	23,3x	21,0x

Source : Financière d'Uzès

"LES ESSENTIELLES"

FAURECIA

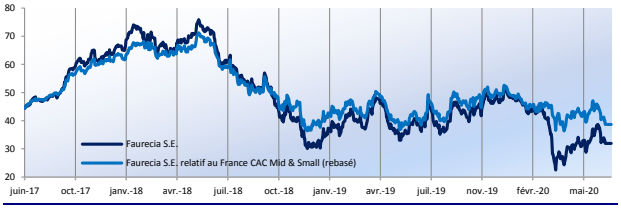
Secteur : Equipementiers Automobiles

Cours au 19/06/2020 **31,9 €**

Objectif **40,5€ (+26,8%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	EO-PAR / FR0000121147
Capitalisation	4 405 M€
Flottant	52,5%
Extrêmes 12 m (€)	22,5€ / 50,6€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-0,3%	+29,2%	-16,9%
Performance relative	-12,0%	+0,1%	-7,1%

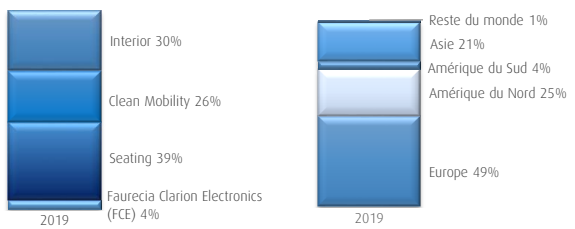


Résultats et enjeux

Après avoir été le seul par rapport à ses homologues français à tenir ses objectifs en 2019, Faurecia a bien résisté au 1T20 et a tenu des propos rassurants sur la gestion de la crise Covid en interne. Ainsi, sur les résultats 2019, ils montrent une bonne résilience du groupe avec : 1/ un CA de 17,8Md€ (+1,4% ; -3%pcc soit une surperformance de +280pbs vs la production automobile mondiale à -5,8%), 2/ une MOP de 7,2% (-10pbs) ou 7,4% hors intégration Clarion (+10pbs) grâce à un programme d'économie (-175M€) et de variabilisation des coûts, 3/ un FCF de 587M€ (+11,2%).

Sur le 1T20, le confinement progressif des différentes zones et dès février en Asie, s'est traduit par un CA de 3,7Md€ (-19,7%pcc), en surperformance de +390pbs. Le manque de visibilité contraint le groupe à renoncer à ses objectifs 2020 et, dans un marché anticipé à -45% au 2T (soit -35% au 1S) et -25% sur l'ensemble 2020, à prendre des mesures supplémentaires, outre celle de la protection de ses salariés : 1/s'agissant de la marge d'exploitation : chômage partiel pour 90% des employés en Europe et US y compris R&D et administratif, recrutements gelés, contrôle strict des coûts, 2/ pour la préservation du FCF : réduction des CAPEX de -30% sur l'année soit entre 400/450M€ et sélectivité des programmes de R&D, ajustement des stocks et contrôle strict de l'encaissement des créances. A fin avril, le groupe se montre confiant sur sa capacité à surmonter la consommation de « cash » sur le 1S (>1Md€ selon la direction après environ 700M€ au 1T lié à l'arrêt brutale de la production) avec une trésorerie à fin mars de 3,6Md€ (dont 1,4Md€ de ligne de crédit non tirée) et en l'absence d'échéance de remboursement (pas avant 2022 pour un montant >300M€). Si l'activité restera sous pression, son redémarrage progressif au 2S doit permettre à Faurecia de renouer avec une génération de FCF >0 sur cette deuxième partie de l'exercice. Il s'agit d'un signal positif qui ne doit cependant pas faire oublier que la reprise sera lente et très dépendante des mesures de soutien des différents pays.

CA par activité et zone géographique



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	17 524,7	17 768,3	14 037,0	16 142,5
EBITDA	2 140,6	2 125,9	1 313,2	1 890,6
EBITA	1 273,9	1 237,5	424,8	1 002,2
Résultat Financier	-163,8	-236,8	-336,3	-364,1
RN	608,3	531,4	-80,0	259,2
RN part du groupe	700,8	620,2	-37,9	339,9

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	6 933,9	8 485,5	8 680,0	8 875,1
dont GW	1 492,1	2 002,5	2 002,5	2 002,5
BFR	-1 142,1	-1 158,0	-1 496,4	-1 632,1
Fonds Propres totaux	4 071,3	4 607,8	4 418,8	4 625,4
Endettement Financier net	479,4	2 332,1	3 054,8	2 837,7

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	1 885,8	1 754,7	1 185,8	1 589,9
CAPEX	-1 141,2	-1 154,9	-1 052,8	-1 049,3
CAF / CAPEX	-1,7	-1,5	-1,1	-1,5
Variation de BFR	18,9	-15,9	-338,4	-135,7
Pay-Out	25%	31%	-564%	71%
FCF Opérationnel	763,5	583,8	-205,4	405,0

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	12%	51%	69%	61%
DN/EBITDA	0,2x	1,1x	2,3x	1,5x
GW/FP	0,4	0,4	0,5	0,4
Marge d'EBITA	7,3%	7,0%	3,0%	6,2%
Marge nette	4,0%	3,5%	-0,3%	2,1%
ROE	17,2%	13,5%	-0,9%	7,3%
ROCE	22,0%	16,9%	5,9%	13,8%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	4,66	4,21	-0,23	2,31
Dividende net	1,25	1,40	1,55	1,75
CAF / action	13,68	12,73	8,60	11,54
Actif net par action	26,87	30,12	28,44	29,36

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	58,3 €	41,3 €	31,9 €	31,9 €
PER	12,5x	9,8x	-136,0x	13,8x
P / CAF	4,3x	3,2x	3,7x	2,8x
Rdt du FCF opérationnel	7,6%	6,4%	-10,7%	4,8%
P / AN	2,2x	1,4x	1,1x	1,1x
VE / CA	0,6x	0,5x	0,1x	0,5x
VE/ EBITDA	4,7x	4,3x	1,5x	4,5x
VE/ EBITA	7,8x	7,4x	4,5x	8,5x

Source : Financière d'Uzès

GL EVENTS

Secteur : Services aux entreprises

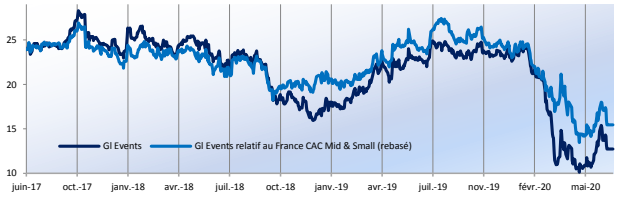
PEA - PME

Cours au 19/06/2020 **12,7 €**

Objectif **16,4€ (+28,9%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	GLO-PAR / FR0000066672
Capitalisation	382 M€
Flottant	29,7%
Extrêmes 12 m (€)	10,1€ / 24,9€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+14,6%	+12,7%	-44,8%
Perf. relative CAC40	+2,9%	-16,4%	-35,1%



Résultats et enjeux

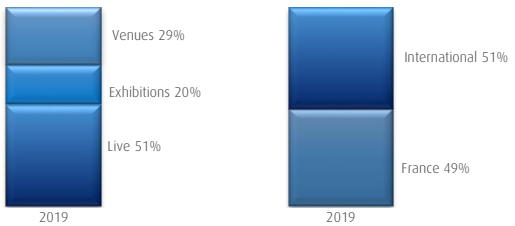
Les résultats 2019 sont excellents, portés par une biennalité favorable (Sirha) et l'intégration relutive des sociétés acquises (ZZX, CIEC, Fashion Source). Le CA s'établit à 1173M€ (+12,7% dont +6.5%pcc), le ROC à 125,9M€ (+29,3%) et 10,7% du CA (+130pb), le RNpdg à 55,1M€ (+30,3%) après 20,7M€ d'intérêts minoritaires (Sirha, Eurexpo, Chine). La dette financière ressort à 480M€, le levier financier à 2.6x l'Ebitda hors IFRS16, pour un objectif < à 2,9x et un covenant <3,5x.

2020 commence dans l'incertitude, profondément touché par la crise sanitaire : en Chine dès janvier avec maintenant une menace de 2ème vague qui met en risque les salons déjà reportés (CIEC Union/juillet ?) ; en Europe avec un arrêt des évènements depuis mi-mars et un redémarrage de Venue décalé à septembre ; à Dubai, en Turquie et en Hongrie où la croissance devrait repartir en septembre et plus progressivement encore au Brésil. Le T1 s'est inscrit en baisse de -37% à 213M€, le T2 sera pire encore avec un CA attendu à -80%. Très rapidement, le groupe a annoncé plusieurs décisions qu'il durcit encore : 1/suppression du dividende (vs 0.72€/action) qui permet d'économiser 30 M€ et de solliciter un PGE, 2/plan d'économie de -40M€ porté à -90M€ en chômage partiel, économies de loyers et divers, 3/baisse des Capex à 25-30 M€ (vs 55 M€), 4/ renégociation des échéances de dette.

Au S1, le groupe annonce un recul de -55% de son CA et une perte nette de -30M€. Sur l'année, et sous réserve d'un bon T4 et d'un S2 proche de 2019, nos estimations reviendraient à 794M€ de CA (-32%), 86M€ d'Ebitda (-53%) et 5.5M€ de Résultat net (-89%) après 10.5M€ d'intérêts minoritaires. Au bilan, les mesures d'économies et le soutien des acteurs publics (Etats et collectivités) permettront de limiter le risque liquidités. En revanche les capacités de développement resteront contraintes.

Notre opinion reste fondamentalement positive mais l'actualité (T2/T3) va rester difficile à CT avec une visibilité toujours très faible sur ce que sera l'année 2020.

CA par activité et zone géographique



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	1 040,5	1 172,9	793,6	1 143,4
EBITDA	150,5	183,5	86,2	161,4
EBIT	88,2	120,8	36,2	102,3
Résultat Financier	-13,7	-10,9	-12,0	-11,0
RN part du Groupe	42,3	55,1	5,7	42,6

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	1 072,0	1 744,4	1 177,6	1 173,6
dont GW	519,6	723,3	723,3	723,3
BFR	-138,4	-235,0	-164,9	-243,5
Fonds Propres totaux	542,0	565,6	571,3	613,8
Endettement Financier net	369,2	479,8	524,2	399,0

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	100,9	124,1	55,7	101,6
CAPEX	74,9	51,4	30,0	55,0
CAF / CAPEX	1,3	2,4	1,9	1,8
Variation de BFR	-12,0	-96,5	70,1	-78,7
Pay-Out	46%	0%	0%	46%
FCF opérationnel	38,1	169,2	-44,4	125,3

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	68%	85%	92%	65%
DN/EBITDA	2,5x	2,6x	6,1x	2,5x
GW/FP	95,9%	128%	127%	118%
M/EBIT	8,5%	10,3%	4,6%	9,0%
Marge nette	4,1%	4,7%	0,7%	3,7%
ROE	8,8%	11,3%	1,2%	8,0%
ROCE	8,4%	7,4%	3,2%	9,8%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	1,41	1,84	0,19	1,42
Dividende net	0,65	0,00	0,00	0,65
CAF / action	3,37	4,14	1,86	3,39
Actif net par action	16,07	16,25	16,44	17,86

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	22,4 €	21,9 €	12,7 €	12,7 €
PER	15,9x	11,9x	67,2x	9,0x
P / CAF	6,6x	5,3x	6,9x	3,8x
Rdt du FCF opérationnel	3,7%	10,8%	-3,3%	10,3%
P / AN	1,4x	1,3x	0,8x	0,7x
VE / CA	1,0x	1,3x	1,7x	1,1x
VE/ EBITDA	6,9x	8,6x	15,6x	7,5x
VE/ EBIT	11,8x	13,0x	37,0x	11,9x

Source : Financière d'Uzès

HAULOTTE

Secteur : Biens d'équipement

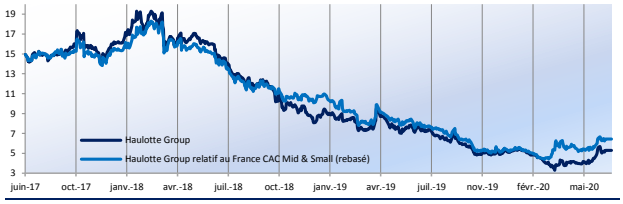
PEA - PME

Cours au 19/06/2020 **5,3 €**

Objectif **5,4€ (+2,0%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	PIG-PAR / FR0000066755
Capitalisation	166 M€
Flottant	38,8%
Extrêmes 12 m (€)	3,3€ / 7,9€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	33,2%	41,0%	-32,1%
Perf. relative CAC40	21,5%	11,8%	-22,3%



Résultats et enjeux

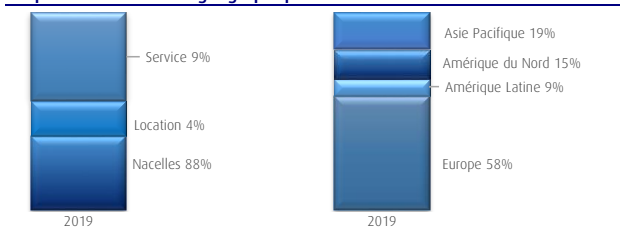
Les résultats 2019 sont très décevants au regard de ce que laissait espérer le début d'exercice. La performance commerciale reste honorable (CA : +9.7% dont +8%pcc) mais sans levier sur les marges compte tenu du ralentissement de l'activité au S2, de la hausse du coût des composants et de la poursuite du déploiement du plan stratégique. Le résultat opérationnel s'affiche à 29M€ (-4%) et 4,8%CA (-40pb). Au bilan, la dette s'apprécie à 150M€, en lien avec l'augmentation des investissements et des ventes financées.

Début 2020, le discours se voulait déjà prudent dans un contexte de baisse du marché de la nacelle avec un recul attendu de -10% du CA mais un ROC (hors effets changes) proche de 2019 voulant capitaliser sur 3 facteurs : 1/une montée en gamme des produits, 2/ une baisse du coût des composants et des prix de revient, 3/ la fin de la mise en œuvre des grandes lignes du programme stratégique.

Après publication d'un CA T1 en baisse de -19%, impacté dès mi-mars par la crise du Covid-19, le groupe a suspendu sa guidance en précisant avoir pris toutes les mesures pour gérer les premières conséquences d'une crise sans précédent. Sur la base d'un CA T2 à -50% (forte exposition aux marchés du bâtiment) et d'un S2 toujours compliqué et en net retrait, nos estimations reviennent à 440M€ de CA (-28%) et 5M€ (-72%) de ROC. Nous ne pensons pas en revanche à un risque de liquidité sur le dossier (même s'il est à surveiller) alors que la baisse d'activité s'accompagnera mécaniquement d'une forte baisse du BFR.

Le retournement du marché de la nacelle et les incertitudes du moment incitent à la prudence mais les colossaux plans de relance en préparation seront certainement bienvenus pour les secteurs liés à l'équipement et au bâtiment.

CA par division et zone géographique



Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	555,9	609,8	439,7	483,6
EBITDA	45,0	49,5	25,8	32,4
EBIT	29,1	29,2	5,1	11,3
Résultat Financier	-3,7	-2,5	-3,7	-3,2
RN part du Groupe	23,8	19,4	1,0	5,8

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	142,4	175,0	173,6	173,7
dont GW	32,7	28,5	28,5	28,5
BFR	249,8	268,5	193,6	213,0
Fonds Propres	257,3	264,7	258,9	257,5
Endettement Financier net	124,0	150,4	79,8	100,6

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	36,5	39,7	21,7	27,0
CAPEX	33,3	26,7	19,3	21,2
CAF / CAPEX	1,1	1,5	1,1	1,3
Variation de BFR	66,3	18,8	-74,9	19,4
Pay-Out	0,4	0,4	7,2	1,3
FCF opérationnel	-63,1	-5,7	77,4	-13,6

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	48%	57%	31%	39%
DN/EBITDA	251%	334%	161%	390%
GW/FP	12,7%	10,8%	11,0%	11,1%
M/EBIT	5,2%	4,8%	1,2%	2,3%
Marge nette	4,3%	3,2%	0,2%	1,2%
ROE	6,9%	7,3%	0,4%	2,3%
ROCE	7,4%	6,6%	1,4%	2,9%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	0,57	0,62	0,03	0,19
Dividende net	0,22	0,22	0,23	0,24
CAF / action	1,17	1,27	0,70	0,86
Actif net par action	8,02	8,26	8,06	8,01

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	14,1 €	7,0 €	5,3 €	5,3 €
PER	24,7	11,3	164,2	28,4
P / CAF	12,1	5,5	7,6	6,1
Rdt du FCF opérationnel	-11,0%	-1,5%	30,6%	-4,9%
P / AN	1,8	0,9	0,7	0,7
VE / CA	1,0	0,6	0,6	0,6
VE/ EBITDA	12,7	7,6	9,8	8,5
VE/ EBIT	19,6	12,9	49,2	24,4

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

HEXAOM

Secteur : Construction immobilière

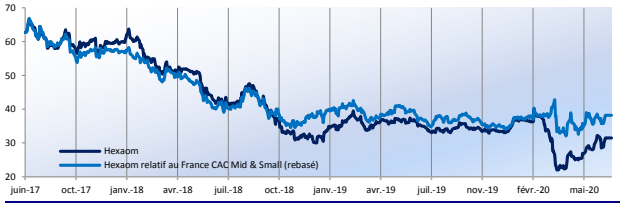
PEA - PME

Cours au 19/06/2020 **31,5 €**

Objectif **43,4€ (+37,9%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	hexa-PAR / FR0004159473
Capitalisation	219 M€
Flottant	41,9%
Extrêmes 12 m (€)	22,0€ / 39,8€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+8,2%	+39,7%	-15,8%
Performance relative	-3,4%	+10,5%	-6,0%

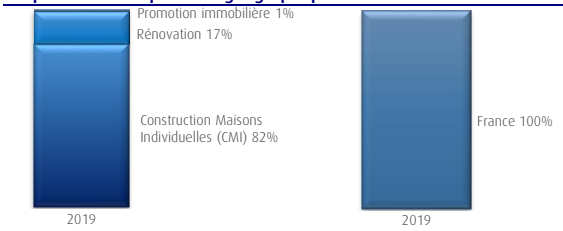


Résultats et enjeux

Les résultats 2019, bien qu'en ligne en termes de CA, ont été entachés sur la rentabilité par une baisse de la marge brute dans la CMI et un certain nombre d'éléments exceptionnels (frais exceptionnels liés aux 100 ans du groupe et changement de nom, pénalités de retards de livraison sur CMI et coûts de structuration de la Rénovation BtC). Ainsi, avec un CA de 842M€ (+4,7% ; +4,6%pcc porté par la Rénovation (+30%), notamment BtB (+52,5%)), le ROC s'élève à seulement 27,2M€ (-24,4%). La MOC ressort ainsi à 3,2% (-130pbs) pénalisée par CMI (MOC de 4% (-150pbs) mais de 4,6% hors éléments exceptionnels) tandis que la Rénovation devient profitable (MOC de 0,9% (+170pbs) dont BtB en fort redressement à 1,9% (+410pbs).

Sur le 1T20, malgré l'arrêt total du secteur de la construction en lien avec l'épidémie Covid, Hexaôm fait preuve d'une belle résistance : le CA s'élève à 196M€ (-2,6% ; -4,9%pcc) avec, sans surprise, une activité CMI plus durement touchée (-9%pcc) tandis que la Rénovation se porte bien (+11,4%), soutenue par un solide carnet de commandes. Un autre point de satisfaction porte sur l'activité commerciale de CMI qui se montre étonnamment dynamique malgré la fermeture des agences dès la mi-mars : après +6,7% à fin février, les prises de commandes ont été réalisées à 63% des objectifs internes en mars et devraient atteindre 50% en avril grâce aux outils digitaux. Les défis à court terme consisteront d'une part à rattraper l'allongement des délais administratifs (signatures notaires) pour ne pas avoir à reporter des chantiers et d'autre part à rattraper les retards de production sur mars et avril durant l'été. Cette publication confirme la pertinence du modèle économique d'Hexaôm qui, couplée à une situation financière saine (70M€ de trésorerie nette à fin 2019), devrait permettre au groupe de traverser cette période relativement bien. D'ailleurs, le groupe pourrait même profiter de cette crise pour saisir de nouvelles opportunités d'acquisitions. Opinion positive renouvelée.

CA par activité et par zone géographique



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	804,0	841,8	781,9	919,7
EBITDA	40,2	39,3	33,3	50,9
EBITA	36,0	27,2	21,2	36,6
Résultat Financier	-0,1	-0,2	0,1	0,1
RN	24,6	18,5	14,5	25,1
RN part du groupe	24,9	18,8	14,5	25,1

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	151,3	194,4	164,3	161,1
dont GW	103,9	114,4	114,4	114,4
BFR	-7,2	-39,4	-9,9	-11,7
Fonds Propres totaux	183,8	191,0	193,8	206,6
Endettement Financier net	-52,1	-20,4	5,1	-12,7

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	29,3	30,8	26,6	39,3
CAPEX	-11,0	-1,2	-11,0	-11,0
CAF / CAPEX	-2,7	-25,7	-2,4	-3,6
Variation de BFR	3,9	-4,9	-29,5	1,7
Pay-Out	41,2%	61,9%	85,0%	49,2%
FCF Opérationnel	22,2	24,7	-13,8	30,1

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	-28%	-11%	3%	-6%
DN/EBITDA	-1,3	-0,5	0,2	-0,2
GW/FP	56,5%	59,9%	59,0%	55,4%
Marge d'EBITA	4,5%	3,2%	2,7%	4,0%
Marge nette	3,1%	2,2%	1,9%	2,7%
ROE	13,6%	9,8%	7,5%	12,1%
ROCE	25,0%	17,5%	13,7%	24,5%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	3,64	2,75	2,12	3,66
Dividende net	1,50	1,70	1,80	1,80
CAF / action	4,27	4,49	3,89	5,75
Actif net par action	26,81	27,94	28,36	30,22

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	45,2 €	34,9 €	31,5 €	31,5 €
PER	12,4x	12,7x	14,9x	8,6x
P / CAF	10,6x	7,8x	8,1x	5,5x
Rdt du FCF opérationnel	8,5%	11,2%	-6,1%	14,4%
P / AN	1,7x	1,3x	1,1x	1,0x
VE / CA	0,3x	0,3x	0,3x	0,2x
VE/ EBITDA	6,5x	5,6x	6,8x	4,1x
VE/ EBITA	7,2x	8,1x	10,7x	5,7x

Source : Financière d'Uzès

INGENICO

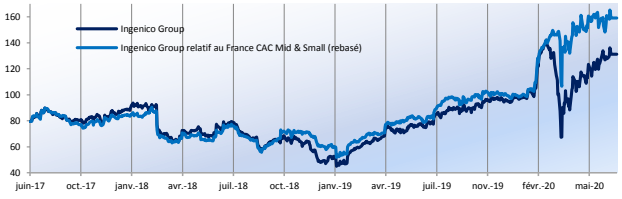
Secteur : Matériel électronique

Cours au 19/06/2020 **131,3 €**

Objectif **133,9€ (+2,0%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	ING-PAR / FR0000125346
Capitalisation	8 362 M€
Flottant	84,0%
Extrêmes 12 m (€)	67,3€ / 142,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+8,4%	+94,3%	+72,3%
Performance relative	-3,3%	+65,1%	+82,1%

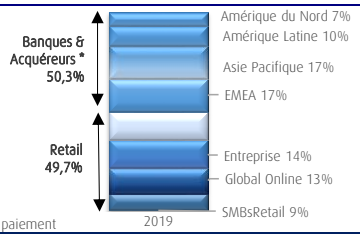


Résultats et enjeux

Longtemps convoité, le rachat d'Ingenico s'est matérialisé début février à l'initiative de Worldline pour créer le n°1 en Europe des services de paiement avec une part de marché de 20% (devant FIS/Worldpay, nets, fiserv/Firstdata, Wirecard) et le 4ème acteur mondial des paiements (derrière fiserv/FirstData, FIS/Worldplay, Globalpayments TSYS et devant Cielo) avec un CA d'environ 5,3Md€. Le profil de Worldline va clairement évoluer avec : 1- une couverture inégalée de l'ensemble de la chaîne de valeur des paiements (des moyens de paiements jusqu'aux services d'acquisition commerçants), 2- une implantation géographique étendue en dehors de l'Europe (Ingenico à 2/3 hors Europe), 3- une couverture mondiale et complète dans les paiements en ligne et omni-canal.

Malgré le Covid-19, l'opération a été confirmée et devrait être bouclée au 3T 2020. Elle prendra la forme d'une OPE amicale, d'un montant d'environ 8Md€, avec un mécanisme d'offre « mix & match » pour rendre l'offre plus attractive avec : 1- une branche principale (19% en cash et 81% en actions : pour les actionnaires d'Ingenico, en échange de 7 actions Ingenico, ils reçoivent 11 actions Worldline + 160,5€ en numéraire, soit une valeur implicite d'Ingenico de 130€/action) ET 2- 2 branches alternatives (l'une en cash uniquement à la valeur 130€/action Ingenico et/ou l'autre en titres uniquement sur la base de 56 actions Worldline vs 29 actions Ingenico) avec mécanisme de réduction (proportion d'actions Worldline et de cash reçu par les actionnaires identique à celle de l'offre principale). Cette offre s'entend dividende inclu. L'opération couvrira également les OCEANEs Ingenico en circulation avec, pour les porteurs, 2 choix possibles : 1- offre numéraire à environ 181€/OCEANE Ingenico, OU 2- offre mixte (4 actions Worldline + 998€ en numéraire pour 7 OCEANEs Ingenico apportées). Nous conseillons d'apporter à l'Offre pour une opération pertinente qui promet d'être relutive dès la 1ère année. Notre objectif correspond à la valeur implicite calée sur les conditions de l'Offre et le dernier cours de Worldline.

CA par secteur d'activité



* principalement les Terminaux de paiement

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	2 642,0	3 370,1	3 010,0	3 425,0
EBITDA	487,8	606,5	522,3	617,5
EBITA	326,0	363,5	198,7	298,0
Résultat Financier	-38,0	-40,0	-38,8	-33,9
RN	187,0	199,5	136,4	206,5
RN part du groupe	188,0	208,0	144,9	215,0

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	3 665,9	4 240,6	4 099,6	4 001,6
dont GW	2 490,5	2 800,0	2 800,0	2 800,0
BFR	-59,2	32,0	144,3	164,2
Fonds Propres totaux	1 850,2	2 513,0	2 653,4	2 789,0
Endettement Financier net	1 518,0	1 308,4	1 139,3	926,6

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	333,0	446,6	399,4	452,7
CAPEX	-117,0	-135,0	-92,0	-135,0
CAF / CAPEX	2,8	3,3	4,3	3,4
Variation de BFR	22,0	-2,0	-112,3	-19,9
Pay-Out	36%	0%	52%	39%
FCF Opérationnel	238,0	309,6	195,2	297,8

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	82%	52%	43%	33%
DN/EBITDA	3,1x	2,2x	2,2x	1,5x
GW/FP	134,6%	111,4%	105,5%	100,4%
Marge d'EBITA	12,3%	10,8%	6,6%	8,7%
Marge nette	7,1%	6,2%	4,8%	6,3%
ROE	10,2%	8,3%	5,5%	7,7%
ROCE	9,0%	8,5%	4,7%	7,2%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	3,76	4,13	4,04	5,12
Dividende net	1,10	0,00	1,20	1,35
CAF / action	5,35	7,17	6,42	7,27
Actif net par action	29,63	35,95	38,07	40,11

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	70,9 €	76,8 €	131,3 €	131,3 €
PER	18,8x	18,6x	32,5x	25,6x
P / CAF	13,3x	10,7x	20,5x	18,0x
Rdt du FCF opérationnel	4,0%	4,9%	2,0%	3,2%
P / AN	2,4x	2,1x	3,4x	3,3x
VE / CA	2,2x	1,9x	3,2x	2,7x
VE/ EBITDA	12,2x	10,5x	18,4x	15,2x
VE/ EBITA	18,2x	17,5x	48,4x	31,6x

Source : Financière d'Uzès

KORIAN

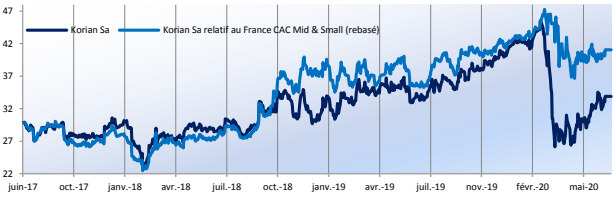
Secteur : Santé

Cours au 19/06/2020 **33,9 €**

Objectif **37,2€ (+9,9%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	KORI-PAR / FR0010386334
Capitalisation	2 803 M€
Flottant	55%
Extrêmes 12 m (€)	26,1€ / 45,5€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+13,3%	+16,0%	-3,9%
Performance relative	+1,6%	-13,1%	+5,9%



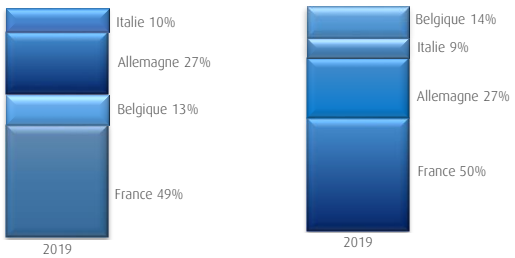
Résultats et enjeux

Les résultats 2019 sont encourageants : 1/ accélération de la croissance (+8,3% dont +3,8%pcc), 2/ renforcement du réseau (82 675 lits exploités + 14259 lits à construire ou rénover d'ici 2023), 3/ hausse de la M/Ebitda à 538M€ et 14,8% (+50pb). Au niveau du bilan, la situation financière reste équilibrée avec une bonne génération de cash, une DN à 3157M€ après forte hausse du patrimoine immobilier (2035M€), pour un levier financier retraité de l'immobilier à 3,1x l'Ebitda (vs un covenant < 4.5x) et un LTV (dette immobilière sur valeur des actifs) de 52%.

Le CA T1 est bon (941,6M€, +8% dont +3,7%pcc) avec un impact encore limité du Covid-19 mais qui s'est imposé fin mars : i/ Recrutement de soignants en renfort, ii/renforcement des mesures de sécurité (dépistage, isolement, sécurité des approvisionnements), iii/ baisse d'activité en clinique SSR avec le report des chirurgies non urgentes, arrêt momentané des admissions en Ehpad et baisse du taux d'occupation de 3 à 4 points d'ici fin juin. Mi-mai, le groupe déplorait 1600 décès de résidents dont >600 en France, 258 établissements infectés sur 803, 2,5% de ses salariés testés positifs. Les objectifs 2020 sont temporairement suspendus, le dividende supprimé (vs 0,66€ proposé). Le CA est attendu inférieur de -3% à -4% aux estimations initiales (+9% anticipé dont >4%pcc), la marge amputée des surcoûts Covid : soit 60M€ estimé dont 35M€ de primes à verser aux salariés dont une partie devrait faire l'objet de mesures compensatoires. Nos estimations reviennent à 3991M€ CA (+4,9%) pour un Ebitda de 540,5M€ et 14,3% CA (-50pb vs un objectif initial à 15%).

Korian n'a pas été épargné par la crise sanitaire mais le pic de mortalité maintenant dépassé, les admissions vont pouvoir reprendre progressivement avec l'enjeu d'un retour à la normale d'ici début 2021. Dans ces conditions, le recul du titre nous semble encore trop important au regard de perspectives durablement solides et résilientes.

CA et EBITDAR par région



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	3 339,1	3 612,5	3 790,9	4 112,0
EBITDA	480,1	535,1	540,5	615,8
EBITA	317,1	337,7	333,4	391,1
Résultat Financier	-122,0	-119,9	-175,3	-181,7
RN	127,1	137,4	120,6	160,2
RN part du groupe	125,1	135,9	119,1	158,7

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	6 624,5	10 035,0	6 585,2	6 562,7
dont GW	2 311,8	2 504,2	2 504,2	2 504,2
BFR	-517,7	-561,9	-589,7	-639,6
Fonds Propres totaux	2 568,0	2 569,6	2 690,3	2 795,8
Endettement Financier net	2 048,7	2 516,7	2 840,3	3 091,2

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	253,1	333,3	326,3	383,4
CAPEX	-424,0	-477,2	-448,4	-452,2
CAF / CAPEX	0,6	0,7	0,7	0,8
Variation de BFR	10,7	44,2	27,8	50,0
Pay-Out	0,4	0,4	0,4	0,3
FCF Opérationnel	-160,2	-99,7	-94,4	-18,9

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	79,8%	97,9%	105,6%	110,6%
DN/EBITDA	4,3x	4,7x	5,3x	5,0x
GW/FP	90,0%	97,5%	93,1%	89,6%
Marge d'EBITA	9%	9%	9%	10%
Marge nette	4%	4%	3%	4%
ROE	4,9%	5,3%	4,4%	5,7%
ROCE	5,2%	3,6%	5,6%	6,6%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	1,5	1,7	1,4	1,9
Dividende net	0,6	0,6	0,6	0,6
CAF / action	3,1	4,0	3,9	4,6
Actif net par action	31,2	30,9	30,9	31,7

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours de clôture (€)	29,5 €	35,7 €	33,9 €	33,9 €
PER	20,7x	23,3x	25,2x	18,9x
P / CAF	9,5x	8,8x	8,6x	7,3x
Rdt du FCF opérationnel	-3,3%	-1,7%	-1,6%	-0,3%
P / AN	0,9x	1,2x	1,1x	1,1x
VE / CA	1,5x	1,6x	1,6x	1,5x
VE/ EBITDA	10,1x	10,9x	11,1x	10,2x
VE/ EBITA	16,1x	18,1x	18,9x	16,7x

Ratios hors dette immobili	2018	2019	2020e	2021e
VE / CA	1,0x	1,1x	1,3x	1,3x
VE/ EBITDA	7,0x	7,7x	9,2x	8,5x
VE/ EBITA	10,5x	12,3x	14,9x	13,3x

Source : Financière d'Uzès

MANITOU

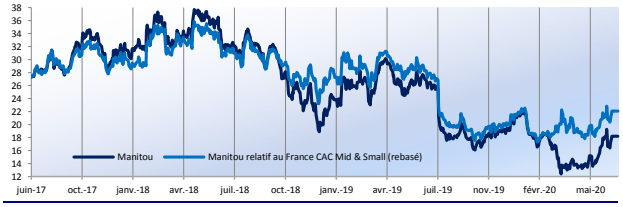
Secteur : Biens d'équipement

Cours au 19/06/2020 **18,2 €**

Objectif **20,7€ (+13,8%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	MTU-PAR / FR0000038606
Capitalisation	722 M€
Flottant	34,1%
Extrêmes 12 m (€)	12,4€ / 28,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+28,9%	+32,8%	-33,6%
Performance relative	+17,2%	+3,7%	-23,8%



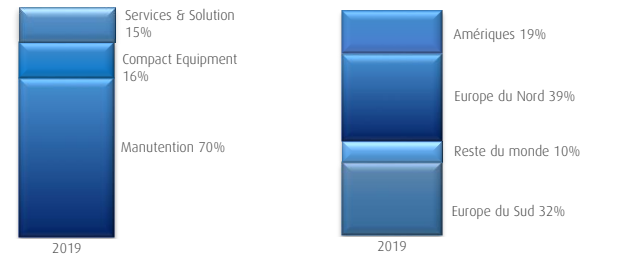
Résultats et enjeux

Les résultats 2019 sont bons, caractérisés par un excellent début d'année mais un retournement de tendance à compter du T3. Sur l'année, le CA ressort à 2093M€ (+11% dont +10%pcc), le ROC à 148,6M€ (+15%), la marge opérationnelle conforme aux attentes à 7,1% (+20pb) avec par branche 1/un record historique d'activité pour la division Manutention-Nacelle (CA +13%, MOP à 8% (+100pb)), 2/un fort levier de croissance et de performance attaché à la division Services (CA +12,1%, MOP à 9,7% (+250pb)), 3/ à l'inverse, une division Matériel Compact décevante, pénalisée par une inondation sur le site de Madison/USA et le renforcement du dollar (MOP à 0,7% vs 3% en 2018). La dette nette augmente, en lien avec la hausse du BFR et des investissements mais elle reste limitée à 208M€, 29% des FP et 1,9x l'Ebitda. La proposition de dividende à 0,78€ est pour sa part retirée suite à la crise sanitaire du Covid-19.

Début 2020, le discours se voulait déjà prudent compte tenu des niveaux d'activité atteints en 2019 avec un recul attendu de -10% du CA et de plus -100pb de la MOP à 6%. Après publication d'un CA T1 en baisse de -25% (-26%pcc), impacté dès mi-mars par la crise du Covid-19 avec les chutes d'activité les plus sévères pour l'Europe (70%CA) et les marchés de la Construction (60%CA), le groupe a suspendu sa guidance. Le T2 sera plus mauvais encore (-40% estimé), le redressement seulement progressif au S2 avec l'objectif d'un retour sur les niveaux de production de début d'année entre mi-juin et novembre selon la complexité des lignes de produits. Nos estimations reviennent à 1615M€ de CA (-22,9%) et 46M€ (-69%) de ROC. Envisager un retour aux niveaux d'activité et de résultat 2019 avant 2022 semble difficile.

La visibilité reste faible à CT et la reprise ne pourra être que progressive. Mais l'importance des plans de relance tant nationaux qu'au niveau de l'UE est une bonne nouvelle qui devrait contribuer à soutenir l'activité à horizon 12 mois.

CA par activité et zone géographique



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	1 883,6	2 093,5	1 614,8	1 741,1
EBITDA	165,3	192,8	95,2	135,8
EBIT	129,3	148,5	46,4	84,5
Résultat Financier	-6,0	-7,5	-6,0	-4,0
RN part du Groupe	84,1	95,9	29,6	57,2

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	271,2	336,7	352,9	366,6
dont GW	0,3	0,3	0,3	0,3
BFR	521,9	591,6	484,1	522,0
Fonds Propres totaux	597,0	664,6	694,3	736,7
Endettement Financier net	146,4	210,0	89,0	98,2

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	122,5	144,5	78,5	108,5
CAPEX	46,4	66,3	65,0	65,0
CAF / CAPEX	2,6	2,2	1,2	1,7
Variation de BFR	97,9	69,8	-107,5	37,9
Pay-Out	0,3	0,3	0,0	0,3
FCF opérationnel	-21,9	8,5	121,0	5,7

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	24,5%	31,6%	12,8%	13,3%
DN/EBITDA	0,9x	1,1x	0,9x	0,7x
GW/FP	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
M/EBIT	6,9%	7,1%	2,9%	4,9%
Marge nette	4,5%	4,6%	1,8%	3,3%
ROE	14,2%	14,6%	4,3%	7,8%
ROCE	16,3%	16,0%	5,5%	9,5%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	2,13	2,42	0,75	1,45
Dividende net	0,78	0,00	0,37	0,72
CAF / action	3,10	3,65	1,98	2,74
Actif net par action	14,47	16,02	17,55	18,25

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	31,2 €	23,0 €	18,2 €	18,2 €
PE	14,7x	9,5x	24,3x	12,6x
P / CAF	10,1	6,3	9,2	6,6
Rdt du FCF opérationnel	-1,6%	0,8%	15,0%	0,7%
P / AN	2,2x	1,4x	1,0x	1,0x
VE / CA	0,7x	0,5x	0,5x	0,5x
VE/ EBITDA	8,4x	5,8x	8,5x	6,0x
VE/ EBIT	10,7x	7,5x	17,4x	9,7x

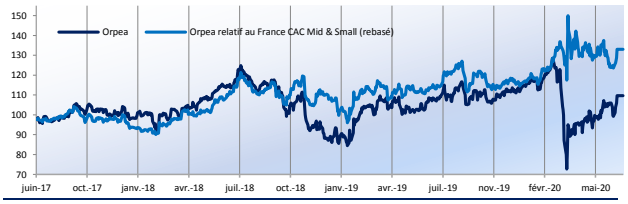
Source : Financière d'Uzès

"LES ESSENTIELLES"

ORPEA — Cours au 19/06/2020 : **109,7 €**
Secteur : Santé — Objectif : **107,5€ (-2,0%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	ORP-PAR / FR0000184798
Capitalisation	7 088 M€
Flottant	78,8%
Extrêmes 12 m (€)	72,7€ / 128,5€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+11,3%	+15,5%	+3,8%
Performance relative	-0,3%	-13,7%	+13,6%



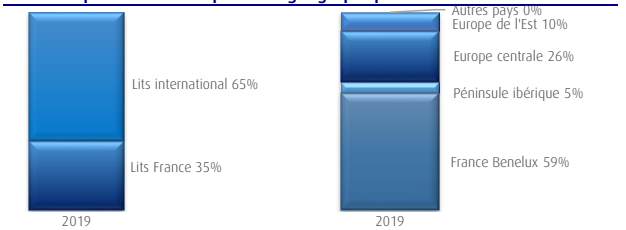
Résultats et enjeux

Les résultats 2019 sont de qualité. Le CA s'inscrit à 3740M€ (+9,4% dont +4,7%pcc) avec 104 234 lits, soutenu par une solide croissance organique et l'intégration d'acquisitions ciblées. L'Ebitda ressort à 651M€ (+7,8%), le ROC en hausse plus modérée à 453M€ (+5,8%) compte tenu de la hausse du patrimoine immobilier. Comme annoncé, le groupe a continué de renforcer son patrimoine immobilier avec un taux de détention de 49% et une valeur en propre estimée à 6022M€ au 31/12/19 (taux de capitalisation de 5,7%).De son côté, la dette ressort à 5535M€ dont 85% pour la part immobilière, soit un levier financier retraité de l'immobilier de 2,3x vs un covenant à 5,5x.

Le T1 a été satisfaisant (CA 980M€, +7,8% dont +3,9%pcc) mais le groupe n'a pas échappé pas à la crise sanitaire : i/mobilisation des salariés et renforcement des mesures barrières dès janvier, ii/fermeture ponctuelle de cliniques en Autriche, baisse du taux d'occupation en clinique SSR en France, arrêt momentané des admissions en Ehpad. Fin mai, le groupe déplorait 1800 décès de résidents, 5% des résidents étaient testés positifs et 2% des salariés. Les objectifs 2020 sont temporairement suspendus, le dividende supprimé. La croissance du CA sera proche des +4% (vs +8% anticipé), la marge amputée des surcoûts Covid : 40/50M€ de primes versées aux salariés, 20M€ de dépenses d'équipement supplémentaires dont une partie fera l'objet de mesures compensatoires. Nos estimations reviennent à 3959M€ CA (+5,8%) pour un Ebitda de 654M€ et 16,5% CA (-90pb).

Il est trop tôt pour faire le bilan de l'épidémie de Covid-19 mais nous pensons que le groupe en sortira renforcé (organisation, process, relations avec les tutelles et avec les salariés). Le ramp up reste solide avec un pipe sécurisé de 20 932 lits et plus de 700M€ de CA en année pleine d'ici 4/5ans. Notre opinion fondamentale reste positive mais avec un potentiel d'appréciation limité à CT compte tenu des niveaux de valorisation atteints.

Lits en exploitation et CA par zone géographique



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	3 419,8	3 740,2	3 958,9	4 181,1
EBITDA	603,6	651,0	654,1	732,2
EBITA	427,7	452,5	506,6	559,7
Résultat Financier	-136,2	-147,9	-146,0	-142,0
RN publié part du Groupe	221,1	245,9	226,5	273,5

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	9 302,0	12 445,0	12 405,5	12 235,0
dont GW	1 155,0	1 299,0	1 299,0	1 299,0
BFR	-138,0	-404,0	-427,6	-451,6
Fonds Propres totaux	2 977,0	3 020,0	3 246,5	3 445,3
Endettement Financier net	5 022,0	5 534,0	5 077,5	4 684,2

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	397,0	444,4	672,0	744,0
Investissement global	959,0	978,0	406,0	300,0
CAF/Investissement	0,4	0,5	1,7	2,5
Variation de BFR	-60,0	-266,0	-23,6	-24,0
FCF opérationnel	-502,0	-267,6	289,6	468,0
Pay-Out	0,4	0,0	0,3	0,3
FCF après acquisition	-573,0	-345,1	289,6	393,3

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	169%	183%	156%	136%
DN/EBITDA	8,3x	8,5x	7,8x	6,4x
GW/FP	39%	43%	40%	38%
M/EBITA	12,5%	12,1%	12,8%	13,4%
Marge nette	6,5%	6,6%	5,7%	6,5%
ROE	7,4%	8,1%	8,4%	9,3%
ROCE	4,9%	4,1%	4,2%	4,8%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	3,42	3,81	4,24	4,96
Dividende net	1,20	0,00	1,16	1,40
CAF / action	6,15	6,88	10,41	11,52
Actif net par action	44,88	46,81	49,16	51,99

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	106,2 €	105,2 €	109,7 €	109,7 €
PE	31,0x	27,6x	25,9x	22,1x
P / CAF	17,3x	15,3x	10,5x	9,5x
Rdt du FCF opérationnel	-4,2%	-2,2%	2,4%	4,0%
P / AN	2,4x	2,2x	2,2x	2,1x
VE / CA	3,5x	3,3x	3,1x	2,8x
VE/ EBITDA	19,7x	18,9x	18,6x	16,1x
VE/EBITA	27,8x	27,2x	24,0x	21,0x

Ratios hors dette immobili	2018	2019	2020e	2021e
VE / CA	2,2x	2,0x	2,0x	1,9x
VE/ EBITDA	12,6x	11,7x	12,0x	10,6x
VE/ EBITA	17,8x	16,8x	15,5x	13,9x

Source : Financière d'Uzès

PIERRE & VACANCES

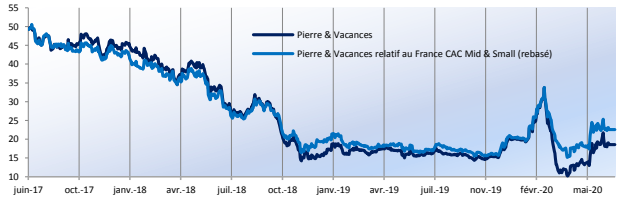
Secteur : Hôtellerie - Loisirs

Cours au 19/06/2020 **18,6 €**

Objectif **23,4€ (+25,7%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	VAC-PAR / FR0000073041
Capitalisation	182 M€
Flottant	47,3%
Extrêmes 12 m (€)	10,2€ / 33,8€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+12,2%	+4,2%	-1,1%
Perf. relative CAC40	+9,4%	-4,2%	-19,0%

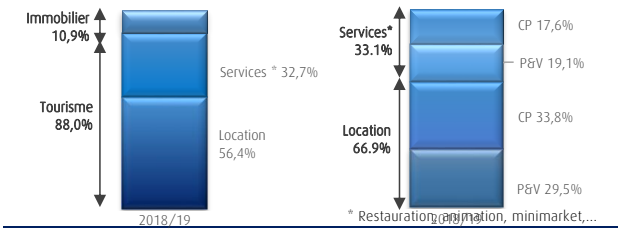


Résultats et enjeux

L'année 2020 avait bien débuté avec la présentation par le nouveau DG, Y. Caillère, du plan stratégique « Change Up » pour redresser le groupe qui, malgré de beaux atouts (base de CA significative, marques à forte notoriété, sites d'exception, niveau de distribution direct élevé : 65% chez P&V et 85% chez CP), dégage péniblement une MOP de 3,5% et se trouve en perte depuis 2011. Il s'agit donc d'un plan pour renouer avec des niveaux de rentabilité en cohérence avec les atouts du groupe, un plan d'économie et de reconquête autour de 2 axes : 1/ l'optimisation de l'existant : i- identification des sites P&V les moins rentables pour les passer sur le site de Maeva.com, en commercialisation pure, ii- montée en gamme sur P&V sur 35% de l'offre et sur CP sur 27% des sites, iii- optimisation des délais et des coûts de production sur l'immobilier. 2/ le développement : i- 2 zones de concentration de l'activité (Europe du Nord pour CP, Montagne pour P&V). ii- 4 produits phares : CP en Europe du Nord, P&V en Montagne, Maeva.com sur la distribution d'offres de camping, hôtels en Espagne: iii- 4 modes de développement : les acquisitions, les loyers qui constituent le modèle de base du groupe, un modèle asset light avec franchises (Adagio/maeva.com) et les mandats des gestion (P&V et CP) pour se développer rapidement et sans risque financier. Enfin, pour insuffler un esprit entrepreneurial qui manquait au groupe, l'organisation est modifiée avec la création d'une holding légère et 7 BU intégrant toutes les fonctions supports.

La pandémie de Covid-19 a masqué les progrès déjà réalisé au 1S (CA de -5,7% mais +6,7% hors Covid sur la Location, ROC de -125M€ (-12,6% mais +17,2% hors Covid)) et, sans surprise, sera ravageuse sur le 3T (-90% sur l'activité soit une perte de 300M€ sur le CA mais limité à -130M€ sur le ROC du fait d'économies réalisées). Le 4T s'annonce donc comme le principal défi pour le groupe mais d'ores et déjà les tendances sont encourageantes, notamment sur les prix, stables par rapport à 2019. Si les réservations en France sont encore 18% < à l'année dernière, l'écart se réduit de 2 pts chaque semaine si bien que la direction pense être en mesure de reproduire le 4T 19. Cette confiance se traduit sur le plan Change Up 2024, intégralement maintenu dans sa mise en œuvre (réorganisation du groupe finalisée fin septembre et économies réalisées en ligne avec le plan) et ses objectifs financiers (CA Tourisme à +6%/an dt +4,7%pcc, MOP Tourisme de 5% en 2022 et 9% en 2024, FCF de 350M€ grâce au plan d'économies de 50M€) Positionné sur le tourisme de proximité, le groupe est bien placé pour profiter de la reprise. Opinion positive réitérée.

CA par activité



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	1 523,0	1 672,7	1 241,0	1 628,0
EBITDA	66,4	98,9	-59,6	90,1
EBITA	9,1	30,9	-112,3	37,5
Résultat Financier	-18,0	-20,8	-23,2	-26,3
RN hors ORNANE	-45,6	-33,1	-177,2	-2,9
RN Pdg hors ORNANE	-45,6	-33,1	-177,2	-2,9

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	691,5	693,2	687,6	681,9
dont GW	159,0	159,0	159,0	159,0
BFR	-69,6	-62,3	-37,5	-37,8
Fonds Propres totaux	287,0	251,4	74,2	71,3
Endettement Financier net	247,7	228,6	302,8	299,2

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	38,0	32,0	-42,0	50,9
CAPEX	-66,0	-47,0	-47,0	-47,0
CAF / CAPEX	-0,6	-0,7	0,9	-1,1
Variation de BFR	0,4	26,6	24,8	-0,3
Pay-Out	0%	0%	0%	0%
FCF Opérationnel	-27,7	11,6	-64,2	3,6

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	86%	91%	408%	420%
DN/EBITDA	3,7	2,3	ns	3,3
GW/FP	55,4%	63,2%	214,1%	222,9%
Marge d'EBITA	0,6%	1,8%	-9,0%	2,3%
Marge nette	-3,0%	-2,0%	-14,3%	-0,2%
ROE	-15,9%	-13,2%	-238,7%	-4,1%
ROCE	1,5%	4,9%	-17,3%	5,8%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	-4,49	-3,26	-17,46	-0,29
Dividende net	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF / action	3,74	3,15	-4,13	5,01
Actif net par action	28,27	24,77	7,31	7,02

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	37,9 €	17,2 €	18,6 €	18,6 €
PER	n.s	n.s	ns	ns
P / CAF	10,1x	5,5x	-4,5x	3,7x
Rdt du FCF opérationnel	-4,0%	2,3%	-11,0%	0,6%
P / AN	1,3x	0,7x	2,5x	2,6x
VE / CA	0,5x	0,3x	0,5x	0,4x
VE/ EBITDA	10,5x	5,0x	-9,8x	6,5x
VE/ EBITA	76,8x	16,1x	-5,2x	15,5x

Source : Financière d'Uzès

PLASTIC OMNIUM

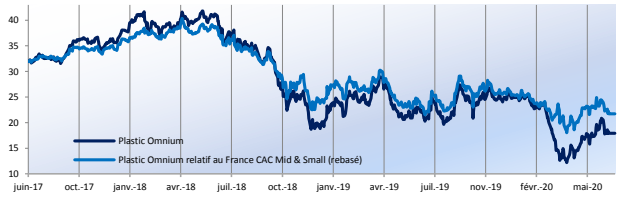
Secteur : Equipementiers Automobiles

Cours au 19/06/2020 **17,9 €**

Objectif **24,4€ (+36,1%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	POM-PAR / FR0000124570
Capitalisation	2 664 M€
Flottant	38,6%
Extrêmes 12 m (€)	12,2€ / 27,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+3,9%	+42,2%	-19,6%
Performance relative	-6,0%	+12,0%	-7,7%

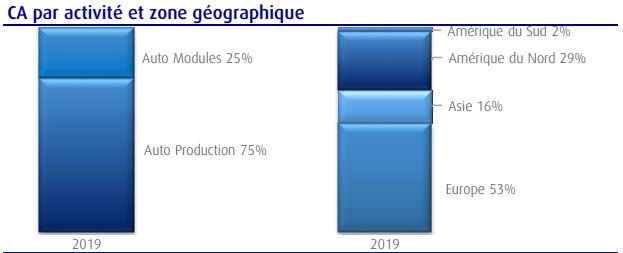


Résultats et enjeux

L'exercice 2019 a été marqué par un avertissement sur les résultats 2019 à la suite de difficultés opérationnelles dans la nouvelle usine de Greer (USA) représentant un surcoût important de 90M€ (soit 15% de l'EBIT18). Aux delà de ces difficultés, les résultats de POM se montrent solides, comprenant : 1/ un CA de 9,2Md€ (+11,4% ; +1 ,1%pcc soit une surperformance de +6,9pts, vs une guidance de +5pts), soutenue par le ramp up des nouvelles usines américaines et mexicaines et par la forte exposition du groupe sur les modèles à forte croissance SUV/Light Trucks qui représentent 80% de l'activité de POM. 2/ un ROP de 511M€ (-16,3%) soit une MOP de 6% (-240pbs) assez largement préservée par un programme de réduction des coûts renforcé. 3/ un FCF de 347M€ (vs un objectif >200M€), grâce à la cession d'actifs immobiliers non industriels (128,5M€).

Le 1T connaît les mêmes difficultés que ses homologues, avec la fermeture progressive de ses usines en lien avec le Covid-19, mais affiche néanmoins une très belle surperformance (CA à -4,8%pcc soit une surperformance de +19,6pts, tiré par l'Amérique du Nord (+16,9pts toujours porté par ses nouvelles usines) et l'Europe (+18,6pts : système SCR, l'Espagne et PSA)). En raison de la détérioration de la visibilité et de la production automobile attendue au 2T (-45%) et tout au long de l'année par la direction (-35% au 1S et -14% au 2S soit -25% sur 2020), les objectifs d'amélioration du ROP et du FCF sont abandonnés ; seule la surperformance de +5pts est reconduite. Dans ce contexte, le groupe se dit aussi en mesure de traverser ces longs mois de crise à la faveur d'une structure financière solide (2,6Md€ de liquidité dont 1,3Md€ de lignes de crédit non tirées) et des mesures prises pour préserver le cash (réduction du Capex de -35% et du dividende de -34%). Si la plupart des usines étaient réouvertes à fin mai, la direction précise que le redémarrage est très progressif et les taux d'utilisation faibles. Nous sommes confiants sur la capacité du groupe à gérer cette crise et à préserver le niveau de ses marges.

CA par activité et zone géographique



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	7 244,7	8 493,6	7 025,9	8 306,2
EBITDA	918,2	1 005,3	1 198,4	1 335,1
EBITA	576,7	501,4	249,1	494,1
Résultat Financier	-70,2	-77,8	-88,4	-81,2
RN	523,9	240,4	41,6	224,9
RN part du groupe	533,4	258,2	59,3	242,7

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	3 850,8	4 073,7	3 892,9	3 852,1
dont GW	1 015,7	1 017,8	1 017,8	1 017,8
BFR	-629,7	-657,6	-590,6	-698,2
Fonds Propres totaux	2 182,0	2 343,6	2 336,5	2 524,2
Endettement Financier net	697,9	739,8	950,4	606,8

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	596,0	839,3	1 074,7	1 087,6
CAPEX	-562,0	-512,0	-358,4	-498,4
CAF / CAPEX	-1,1	-1,6	-3,0	-2,2
Variation de BFR	132,0	-16,7	-67,0	107,6
Pay-Out	21%	28%	123%	55%
FCF opérationnel	166,0	310,6	649,3	696,9

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	32,0%	31,6%	40,7%	24,0%
DN/EBITDA	0,8x	0,7x	0,8x	0,5x
GW/FP	46,6%	43,4%	43,6%	40,3%
Marge d'EBITA	8,0%	5,9%	3,5%	5,9%
Marge nette	7,4%	3,0%	0,8%	2,9%
ROE	24,4%	11,0%	2,5%	9,6%
ROCE	17,9%	14,7%	7,5%	15,7%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	3,39	1,66	0,48	1,58
Dividende net	0,74	0,49	0,49	0,90
CAF / action	4,01	5,70	7,30	7,22
Actif net par action	14,04	15,36	15,39	16,40

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	34,6 €	23,8 €	17,9 €	17,9 €
PER	10,2x	14,3x	37,2x	11,3x
P / CAF	8,6x	4,2x	2,5x	2,5x
Rdt du FCF opérationnel	4,1%	9,0%	7,2%	11,8%
P / AN	2,5x	1,5x	1,2x	1,1x
VE / CA	0,7x	0,5x	0,5x	0,4x
VE/ EBITDA	5,8x	3,8x	2,7x	2,5x
VE/ EBITA	9,2x	7,7x	13,2x	6,8x

Source : Financière d'Uzès

QUADIENT

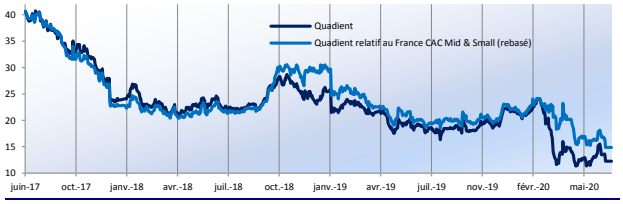
Secteur : Services aux entreprises

Cours au 19/06/2020 **12,3 €**

Objectif **18,3€ (+49,1%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	QDT-PAR / FR0000120560
Capitalisation	424 M€
Flottant	97,6%
Extrêmes 12 m (€)	11,4€ / 24,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+1,2%	+5,8%	-39,6%
Performance relative	-10,5%	-23,4%	-29,8%



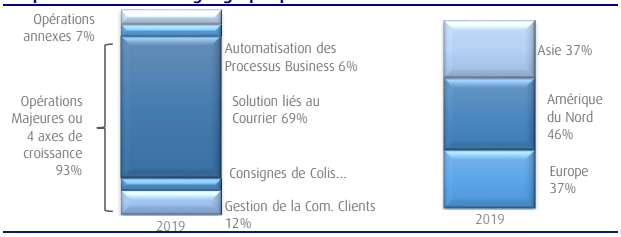
Résultats et enjeux

Les résultats 2019 sont ressortis en ligne avec les attentes : 1/ CA de 1,14Md€ (+4,7% ; +1,6%pcc) dont CA des OP Majeures* à 944M€ (+6,6% ; +0,6%pcc), tirées par PLS (+31,2%), BPA (+18,8%) et CEM (+6,2%) tandis que Mail Solutions limite sa baisse (-2,8%). Les 4 activités majeures ont bénéficié du dynamisme de l'Amérique du Nord (+5,6%pcc) contrairement à l'Europe (-4,7%pcc). 2/ un ROC avant charges liées aux acquisitions de 185M€ (-1,6% sur une base comparable soit une MOP de 16,2% (-130pbs)), pénalisé par une hausse des dépenses marketing et R&D pour soutenir la croissance des OP Majeures (MOC en baisse de -410pbs à 19,1%) et partiellement compensé par l'extinction des foyers de pertes des OP Annexes (Roc de 4M€ vs -7M€ en 2018) et des effets favorables de change. Avec l'apparition de la pandémie Covid, le groupe n'a pas formulé de guidance pour 2020 et a renoncé à ses engagements pour 2022.

Sur le 1T, le CA à 239M€ (-10,2% ; -10,9%pcc) est clairement sous les attentes et déçoit au regard d'une activité récurrente (76% du CA) sensée amortir les cycles. Néanmoins, la baisse est moins prononcée pour les OP Majeures (-8,9%pcc) qui demeurent impactées par Mail Solutions (-13,9%) tandis que les 3 autres activités s'inscrivent en hausse, en particulier Parcel Locker (+27,2%pcc) et BPA (+4,9%pcc). Par zone géographie, l'Amérique du Nord résiste (-4,2%) par rapport à l'Europe (-17%), plus tôt rentrée en confinement progressif.

Malgré cette déception et des perspectives encore limitées, la faible valorisation (P/AN20e de 0,4x, EV/EBITDA de 3,9x) doit selon nous l'emporter sur le manque de visibilité. Par ailleurs, le maintien du dividende, même 30% en dessous du minimum initialement proposé, soit 0,35€/action, reste un signal positif et rappelle la capacité du groupe à générer de façon permanente des FCF fortement positifs.

CA par activité et zone géographique



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	1 091,9	1 142,7	1 081,6	1 116,6
EBITDA	271,8	282,1	252,3	275,2
EBITA	199,3	185,1	160,3	180,3
Résultat Financier	-30,5	-41,1	-38,9	-36,6
RN	91,6	15,3	43,6	52,6
RN part du groupe	91,5	14,1	43,6	52,6

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	1 485,9	1 489,5	1 500,7	1 512,3
dont GW	1 127,3	1 045,3	1 045,3	1 045,3
BFR	-154,2	-121,4	-184,2	-183,8
Fonds Propres totaux	1 247,4	1 248,6	1 280,1	1 314,4
Endettement Financier net	617,5	668,6	544,2	592,4

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	225,0	201,8	196,2	167,8
CAPEX	-88,0	-109,0	-103,2	-106,5
CAF / CAPEX	-2,6	-1,9	-1,9	-1,6
Variation de BFR	15,0	-7,0	-62,8	0,5
Pay-Out	22%	95%	47%	39%
FCF Opérationnel	152,0	85,8	30,1	61,7

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	50%	54%	43%	45%
DN/EBITDA	2,3	2,4	2,2	2,2
GW/FP	90,4%	83,7%	81,7%	79,5%
Marge d'EBITA	18,3%	16,2%	14,8%	16,2%
Marge nette	8,4%	1,2%	4,0%	4,7%
ROE	7,3%	1,1%	3,4%	4,0%
ROCE	15,0%	13,5%	12,2%	13,6%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	2,33	0,36	1,11	1,33
Dividende net	0,53	0,35	0,53	0,53
CAF / action	5,73	5,12	4,98	4,26
Actif net par action	32,60	32,51	33,33	34,23

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	23,7 €	20,1 €	12,3 €	12,3 €
PER	10,2x	56,1x	11,1x	9,2x
P / CAF	4,1x	3,9x	2,5x	2,9x
Rdt du FCF opérationnel	10,2%	6,1%	3,1%	6,0%
P / AN	0,7x	0,6x	0,4x	0,4x
VE / CA	1,4x	1,2x	0,9x	0,9x
VE/ EBITDA	5,5x	5,0x	3,9x	3,7x
VE/ EBITA	7,5x	7,6x	6,1x	5,7x

*OP Majeures : 4 activités stratégiques (i- Mail Solutions : ventes de solutions de traitement de courriers (machines à affranchir + consommables), ii- Parcel Lockers : consignes automatiques, iii- Business Process Automation : logiciels d'automatisation des process administratifs (factures dématérialisées, envoi automatique des factures), iv- logiciels de gestion des communications clients (aide à la création et à la diffusion des communications)) dans 2 zones géographiques principales (Europe et Am. du Nord)

Source : Financière d'Uzès

"LES ESSENTIELLES"

RUBIS

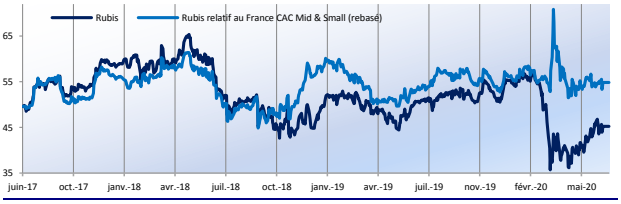
Secteur : Services pétrolier

Cours au 19/06/2020 **45,2 €**

Objectif **51,3€ (+13,5%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	RUI-FR / FR0013269123
Capitalisation	4 541 M€
Flottant	46,5%
Extrêmes 12 m (€)	35,7€ / 57,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+8,0%	+4,7%	-4,6%
Performance relative	-2,0%	-25,5%	+7,3%



Résultats et enjeux

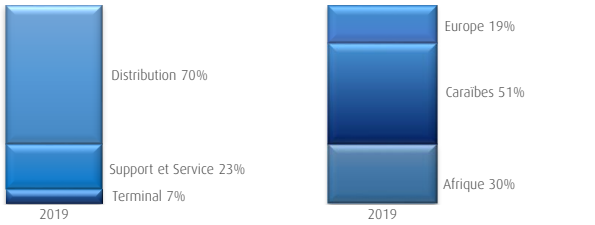
Les résultats 2019 sont bons : 1/ hausse des volumes distribués et des marges unitaires dans un contexte de chute des cotations des produits pétroliers, 2/ politique d'acquisition active avec l'entrée dans la distribution de produits pétroliers en Afrique de l'Est (Kenolkobil, Gulf Energy), 3/ signature d'un accord en vue d'un partenariat structurant (55/45%) avec le fond I Squared Capital au sein de Rubis Terminal. Le ROC ressort à 456M€ (+17% dont +11%pcc) avec une hausse de toutes les divisions, le bilan solide avec une dette nette de 639M€ et 1,2X l'Ebitda.

Le T1 2020 est bon avec un CA de 1387M€ (+19%), marqué par 1/ une forte hausse des volumes distribués chez Rubis Energie (+25%, +3% pcc corrigé des effets Covid-19 sur mars), 2/une stabilité du stockage de Rubis Terminal avec une demande qui va accélérer au T2 et un contango favorable, 3/ un bilan totalement désendetté après finalisation de la cession de 45% de Rubis Terminal au 30/04 (DN à 0.4x l'EBITDA).

A CT, la distribution va souffrir au T2, avec des baisses d'activité de -20% à -70% pour les pays et segments les plus à risque (Caraïbes, aérien) et une moyenne de -40% en avril suivie d'une remontée progressive depuis début mai. Sur l'année, sur la base i/d'une reprise graduelle en mai/juin et d'un volume d'activité en baisse de -10% au S2, ii/d'une hausse progressive des marges unitaires qui viendront compenser un effet stock négatif de -15M€ au 31/03 et d'une hausse des marges en Services et Stockage, le groupe attend un recul limité de -40M€ de son résultat net courant. Nos estimations qui intègrent désormais Rubis Terminal en équivalence (55%) sont assez conformes à 355M€ d'Ebit (-23%) et 269,5M€ de RNpg (-15%).

Notre opinion reste positive d'autant que le groupe saura saisir dans les mois à venir les opportunités qui se présenteront, dans le stockage ou en aval dans la distribution, en partenariat ou non avec I Squarred, et pour des tailles d'opérations plus importantes, avec un levier cible jusqu'à 5x l'Ebitda.

CA par secteur d'activité et par région



Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	4 753,7	5 534,0	4 843,4	5 061,4
EBITDA	479,8	578,0	486,5	517,2
EBITA	368,2	456,0	354,5	385,2
Résultat Financier	-29,5	-29,0	-19,8	-9,8
RN	254,1	313,0	269,6	300,5
RN part du groupe	254,1	313,0	269,6	300,5

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	2 905,0	3 699,5	2 609,0	2 691,2
dont GW	1 094,4	1 433,6	1 245,0	1 245,0
BFR	429,6	500,1	437,7	457,4
Fonds Propres totaux	2 334,0	2 594,0	2 700,9	2 866,6
Endettement Financier net	693,6	637,0	92,9	4,8

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	398,8	477,7	414,1	438,5
CAPEX	-228,0	-230,0	-177,0	-190,0
CAF / CAPEX	1,7	2,1	2,3	2,3
Variation de BFR	-69,3	-56,0	62,4	-19,7
Pay-Out	60%	54%	50%	50%
FCF Opérationnel	101,5	191,7	299,5	228,8

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	30%	25%	3%	0%
DN/EBITDA	1,4	1,1	0,2	0,0
GW/FP	46,9%	55,3%	46,1%	43,4%
Marge d'EBITA	7,7%	8,2%	7,3%	7,6%
Marge nette	5,3%	5,7%	5,6%	5,9%
ROE	10,9%	12,1%	10,0%	10,5%
ROCE	11,0%	10,9%	11,6%	12,2%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	2,66	3,17	2,68	2,99
Dividende net	1,59	1,70	1,34	1,50
CAF / action	4,12	4,75	4,12	4,36
Actif net par action	22,69	24,37	25,44	27,09

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	53,9 €	50,8 €	45,2 €	45,2 €
PER	20,2x	16,0x	16,9x	15,1x
P / CAF	13,1x	10,7x	11,0x	10,4x
Rdt du FCF opérationnel	1,5%	4,1%	5,9%	4,6%
P / AN	2,4x	2,1x	1,8x	1,7x
VE / CA	1,3x	1,1x	1,0x	1,0x
VE/ EBITDA	12,6x	10,1x	10,0x	9,4x
VE/ EBITA	16,4x	12,8x	13,7x	12,7x

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

"LES ESSENTIELLES"

SAFRAN

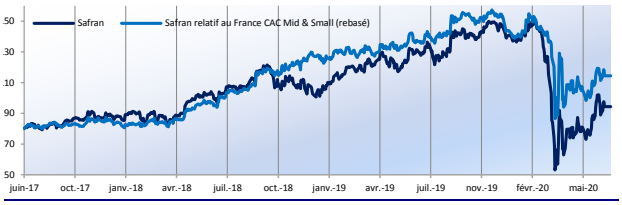
Secteur : Equipementiers Aéronautiques

Cours au 19/06/2020 **94,4 €**

Objectif **92,6€ (-1,8%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	SAF-PAR / FR0000073272
Capitalisation	37 804 M€
Flottant	81,7%
Extrêmes 12 m (€)	53,1€ / 150,3€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+20,3%	+70,1%	-28,3%
Performance relative	+8,6%	+40,9%	-18,6%

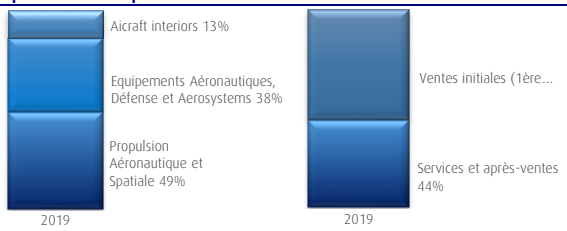


Résultats et enjeux

Malgré la crise du 737Max, les résultats 2019 sont solides avec un CA de 24,6Md€ (+17,1%, +9,3%pcc porté par toutes les divisions et notamment par les Services dans les moteurs civils à +9,9%), un ROC de 3,8Md€ (+26,4%, +24,6) soit une marge de ROC de 15,5% (+110pbs) qui progresse au sein des 3 activités : 1/ Propulsion (MOC de 20,6% (+140pbs) tiré par les Services pour moteurs civils et les activités militaires, 2/ la nouvelle division Équipements Aéronautiques, Défense, Aérosystems (MOC de 13,1% (+60pbs) qui bénéficie des Services et de la progression de la performance industrielle), 3/ Aircraft Interiors (MOC de 5,7% (+250pbs) est soutenue par les ventes en 1ère monte, les Services dans les Sièges et Passenger Solutions ainsi que par la baisse des coûts de production. Le FCF s'élève à un niveau impressionnant à 1,98Md€ (+11,4%) soit 52% du ROC malgré l'immobilisation du B737MAX. La DN s'élève à 4,1Md€ (+25,8%).

Touché par la crise du Covid sur son CA1T (-8,8%pcc), et dans la perspective d'un retour à la normal du trafic aérien mondial au mieux en 2023, les 1ères décisions prises sont le retrait des objectifs 2020, l'annulation du dividende et un plan d'adaptation (baisse des Opex de -20%, baisse des achats en ligne avec le CA, Capex réduits de 60%). La visibilité est certes dégradée sur le secteur et donc sur le titre mais l'annonce par la direction d'un FCF >0 pour 2020, dans un contexte qui devrait voir son après-vente reculer de -50% sur 2020, confirme une fois encore la capacité du management à gérer la crise. Par ailleurs, Safran dispose d'arguments solides pour surperformer le marché : à CT, ses clients compagnies aériennes devraient bénéficier d'aides des pouvoirs publics pour limiter les faillites. A LT, les perspectives restent positives pour Safran, notamment parce que la flotte de CFM56, jeune et performante, est moins susceptible de subir des retraits et des démantèlements de moteurs après l'immobilisation due au Covid-19 : environ 57 % des CFM56-5b/7b ont moins de 10 ans et 7 % seulement ont plus de 20 ans.

CA par division et par activité



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	21 050,0	24 639,5	17 083,0	19 645,5
EBITDA	3 746,1	4 878,0	3 159,5	3 660,6
EBITA	3 023,1	3 820,0	2 101,5	2 602,6
Résultat Financier	-211,0	-89,0	-78,2	-85,2
RN	2 059,1	2 732,0	1 463,9	1 822,6
RN part du groupe	1 981,1	2 665,0	1 396,9	1 755,6

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	23 386,0	23 490,0	24 043,3	24 634,2
dont GW	5 173,0	5 173,0	5 173,0	5 173,0
BFR	-3 538,0	-3 794,8	-2 568,9	-2 856,1
Fonds Propres totaux	12 301,0	14 251,3	14 693,1	15 441,9
Endettement Financier net	3 275,0	2 476,5	3 855,3	3 469,5

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	3 098,3	3 655,6	2 487,0	2 827,8
CAPEX	-1 290,0	-1 162,0	-1 611,3	-1 648,9
CAF / CAPEX	-2,4	-3,1	-1,5	-1,7
Variation de BFR	-27,0	-897,0	-1 225,9	287,1
Pay-Out	40%	38%	76%	64%
FCF Opérationnel	1 781,3	1 596,6	-350,2	1 466,0

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	27%	17%	26%	22%
DN/EBITDA	0,9x	0,5x	1,2x	0,9x
GW/FP	42,1%	36,3%	35,2%	33,5%
Marge d'EBITA	14,4%	15,5%	12,3%	13,2%
Marge nette	9,4%	10,8%	8,2%	8,9%
ROE	16,6%	19,3%	9,8%	11,8%
ROCE	14,0%	17,9%	8,8%	10,7%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	4,53	5,71	3,03	3,80
Dividende net	1,82	2,38	2,50	2,65
CAF / action	7,10	8,45	5,75	6,54
Actif net par action	27,74	32,39	33,27	34,86

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	101,2 €	128,8 €	94,4 €	94,4 €
PER	22,3x	22,6x	31,2x	24,8x
P / CAF	14,3x	15,2x	16,4x	14,4x
Rdt du FCF opérationnel	3,7%	2,7%	-0,8%	3,2%
P / AN	3,6x	4,0x	2,8x	2,7x
VE / CA	0,6x	0,5x	0,8x	0,7x
VE/ EBITDA	3,5x	2,7x	4,2x	3,6x
VE/ EBITA	4,3x	3,4x	6,3x	5,0x

Source : Financière d'Uzès

"LES ESSENTIELLES"

SARTORIUS STEDIM BIOTECH

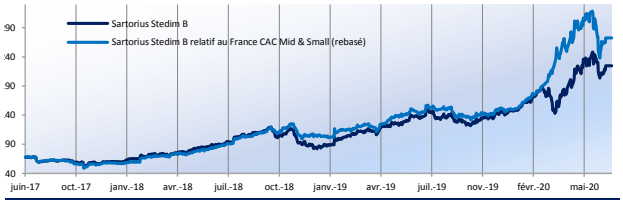
Secteur : Santé

Cours au 19/06/2020 **224,8 €**

Objectif **200,1€ (-11,0%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	DIM-PAR / FR0013154002
Capitalisation	20 722 M€
Flottant	26,0%
Extrêmes 12 m (€)	121,7€ / 248,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-0,1%	+38,8%	+65,5%
Perf. relative CAC40	-11,8%	+9,6%	+75,3%



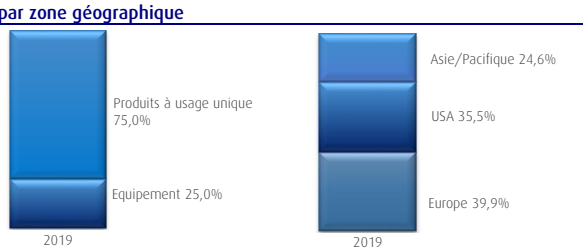
Résultats et enjeux

Les résultats 2019 sont excellents avec 1/une dynamique de croissance forte (+18.8% publié, +17%cc) dans toutes les catégories de produits et toutes les régions, 2/ des prises de commandes très bien orientées (+16.1%cc), 3/une marge d'Ebitda en hausse de +110pb (dont +50pb de retraitement IFRS 16) à 29.3% du CA et 421.5M€ (+23.1%). De son côté, le FCF ressort solide et la dette nette en baisse à 0,3x l'Ebitda avant reprise du portefeuille de Danaher dont le closing est prévu fin T1 2020.

Le début d'année ressort exceptionnel porté par d'importantes commandes d'équipements en Chine et la tendance des clients à se constituer des réserves dans le contexte de la pandémie de Covid-19. Le CA progresse de +23,1% à 422,1M€, les prises de commandes de +40,3%, l'EBITDA de +29,2% à 126,7M€. Malgré le contexte plus incertain du moment, le groupe révise à la hausse ses guidances avec pour hypothèses i/ une absence de disfonctionnement dans les chaînes de production, ii/une intégration sur 8 mois du portefeuille sciences et vie de Danaher : 1/ CA révisé dans une fourchette de +17% à +21% dont +5% d'effet périmètre imputable à Biological Industrie et Danaher (vs +11%/+14% hors Danaher), 2/ Marge d'Ebitda révisée à 30% (+70pb) vs 29,5% malgré -50pb de dilution liée à l'intégration de Danaher, 3/ Capex à 8%CA et endettement cible à 0,5x l'Ebitda au 31/12.

Nos estimations qui intégraient déjà Danaher s'alignent en haut de fourchette à 1745M€ de CA (+21% dont +16%pcc) et 524M€ d'Ebitda (+24%). S'agissant de l'apport d'une contribution additionnelle liée à l'épidémie de Covid-19, aucun chiffrage n'est possible à ce stade mais des opportunités pourraient se présenter à compter de 2021, de tailles différentes en fonction des projets conduits et des géographies.
Le titre est hors de prix mais avec l'avantage de pouvoir éventuellement capter une part du marché Covid et de bénéficier, le cas échéant, d'une relocalisation future possible des productions pharmaceutiques en Europe.

CA par zone géographique



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	1 212,2	1 440,6	1 734,1	1 948,9
EBITDA retraité	342,4	421,6	518,5	587,4
EBITDA	-	-	-	-
EBITA retraité	289,5	356,3	440,0	499,1
EBITA	300,2	332,0	417,0	476,1
Résultat Financier	-15,9	-14,4	-10,0	-10,0
RN part du Groupe	207,8	234,6	299,2	342,8

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	1 018,9	1 186,6	1 414,3	1 491,7
dont GW	384,7	426,9	426,9	426,9
BFR	238,1	233,5	281,0	315,8
Fonds Propres totaux	1 044,9	1 177,6	1 416,1	1 681,1
Endettement Financier net	110,7	107,7	153,1	9,2

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	260,7	293,1	371,0	424,3
CAPEX	176,5	135,4	138,7	165,7
CAF / CAPEX	1,5	2,2	2,7	2,6
Variation de BFR	32,7	-4,7	47,6	34,8
Pay-Out	0,3	0,3	0,3	0,3
FCF opérationnel	51,5	162,3	184,7	223,8

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	10,6%	9,1%	10,8%	0,5%
DN/EBITDA	0,4x	0,3x	0,4x	0,0x
GW/FP	36,8%	36,2%	30,1%	25,4%
M/EBIT	24,8%	23,0%	24,0%	24,4%
Marge nette	17,1%	16,3%	17,3%	17,6%
ROE	20,1%	20,2%	21,6%	20,6%
ROCE	23,9%	23,4%	24,6%	26,3%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA retraité	2,4	2,9	3,4	3,9
Dividende net	0,6	0,7	0,9	0,9
CAF / action	2,8	3,2	4,0	4,6
Actif net par action	10,7	11,9	14,3	17,1

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	89,1 €	124,3 €	224,8 €	224,8 €
PER	237,1x	48,9x	66,5x	57,1x
P / CAF	189,0x	39,1x	55,8x	48,8x
Rdt du FCF opérationnel	0,1%	1,4%	0,9%	1,1%
P / AN	47,2x	9,7x	15,7x	13,1x
VE / CA	40,7x	8,0x	12,0x	10,6x
VE/ EBITDA	144,2x	27,4x	40,3x	35,3x
VE/ EBIT	170,6x	32,5x	47,4x	41,5x

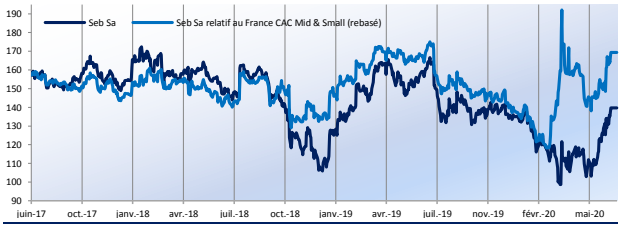
Source : Financière d'Uzès

"LES ESSENTIELLES"

SEB — Cours au 19/06/2020 : **139,7 €**
Secteur : Biens de consommation — Objectif : **146,2€ (+4,7%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	SK-PAR / FR0000121709
Capitalisation	7 028 M€
Flottant	52,2%
Extrêmes 12 m (€)	98,7€ / 166,6€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+28,0%	+14,8%	-9,3%
Perf. relative CAC40	+16,4%	-14,4%	+0,4%

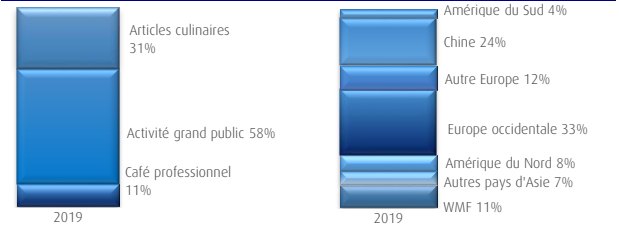


Résultats et enjeux

Les résultats 2019 sont solides. Le CA s'affiche à 7354M€ (+8% ; +5,8%pcc), tiré par la Chine et le Café professionnel. Le ROPA s'élève à 740M€ (+6,5%) et 10,1% du CA (-10pb), sans levier sur les marges mais avec le maintien de moyens moteurs élevés en soutien des ventes. Pour sa part, la dette nette s'inscrit en hausse à 1976M€ et 2,2x l'Ebitda (1,9x hors dette IFRS16) après acquisition de Wilbur Curtis et Krampouz. Le dividende est réduit à 1,43€ pour intégrer les circonstances particulières de la crise sanitaire.

Le T1 a déjà été lourdement impacté par la crise sanitaire avec un manque à gagner de l'ordre de -280M€ de facturations, un CA de 1454M€ (-15,6% dont -16,5%pcc) et un ROPA largement sous les attentes à 18M€ (vs 138M€/T1 2019), affecté par la chute d'activité et d'importants surcoûts liés à l'arrêt des usines chinoises puis européennes.
Compte tenu de l'ampleur de l'épidémie et de la durée de confinement, le groupe annonce une nouvelle dégradation de l'activité au T2, un manque à gagner de 450/500M€ en CA et un ROPA négatif (vs un profit de 92M€ au T2 2019). De même, CA et ROPA sont annoncés en baisse marquée sur l'année, malgré un S2 important comptant pour l'essentiel des résultats annuels (55% du CA et ~70% du ROPA annuel). En retenant l'hypothèse d'une reprise graduelle de l'activité au S2 (recouvrant un recul des ventes de -6.5%/T3 et une stabilité au T4), nos estimations sont révisées de -33% à la baisse à 6496M€ de CA (-11,7%) et 482M€ de ROPA (-35%), après -80M€ de coûts d'arrêt/reprise et de sous-activité des usines. Une bonne surprise n'est en revanche pas à écarter si la reprise observée sur les 3 premières semaines de déconfinement se prolongeait et si le constat d'un « retour au fait maison » permettait de limiter la baisse du marché attendue pour 2020.
La récente hausse du titre limite le potentiel d'appréciation à CT. Au plan fondamental, en revanche, nous restons positifs et jugeons opportun de renforcer les positions sur toute baisse des cours.

CA par zone géographique



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	6 812,2	7 353,9	6 496,0	7 260,6
EBITDA	840,2	900,6	727,7	930,2
EBIT	625,6	620,5	449,7	678,9
Résultat Financier	-31,9	-60,7	-57,0	-52,0
RN part du Groupe	419,0	379,7	255,8	425,4

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	3 714,3	4 417,9	4 427,8	4 438,8
dont GW	1 484,9	1 611,3	1 611,3	1 611,3
BFR	787,4	820,4	724,7	810,0
Fonds Propres totaux	2 306,6	2 627,5	2 811,3	3 167,3
Endettement Financier net	1 571,5	1 976,7	1 707,0	1 447,4

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	598,0	577,7	453,8	646,7
CAPEX	-204,4	-266,3	-207,9	-232,3
CAF / CAPEX	-2,9	-2,2	-2,2	-2,8
Variation de BFR	121,0	-33,0	95,7	-85,3
Pay-Out	25,7%	18,9%	27,2%	26,1%
FCF opérationnel	514,6	278,4	341,6	329,1

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	68,1%	75,2%	60,7%	45,7%
DN/EBITDA	1,9x	2,2x	2,3x	1,6x
GW/FP	64,4%	61,3%	57,3%	50,9%
M/EBIT	10,2%	10,1%	8,7%	10,3%
Marge nette	6,2%	5,2%	3,9%	5,9%
ROE	18,2%	14,5%	9,1%	13,4%
ROCE	13,9%	11,8%	8,7%	12,9%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	8,33	7,55	5,08	8,46
Dividende net	2,14	1,43	1,38	2,20
CAF / action	11,89	11,48	9,02	12,86
Actif net par action	43,71	50,80	54,50	60,75

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	149,7 €	144,0 €	139,7 €	139,7 €
PER	18,0x	19,1x	27,5x	16,5x
P / CAF	12,6x	12,5x	15,5x	10,9x
Rdt du FCF opérationnel	5,7%	3,0%	3,9%	3,9%
P / AN	3,4x	2,8x	2,6x	2,3x
VE / CA	1,3x	1,3x	1,3x	1,2x
VE/ EBITDA	10,8x	10,2x	12,0x	9,1x
VE/ EBIT	13,1x	12,5x	15,5x	11,4x

Source : Financière d'Uzès

THERMADOR

Secteur : Biens d'équipement

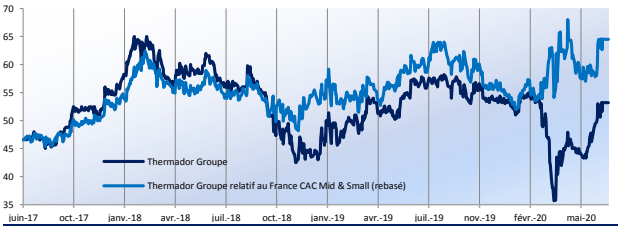
PEA - PME

Cours au 19/06/2020 **53,2 €**

Objectif **60,1€ (+12,9%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	THEP-PAR / FR0013333432
Capitalisation	489 M€
Flottant	49,6%
Extrêmes 12 m (€)	35,7€ / 58,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	22,9%	45,0%	-3,3%
Perf. relative CAC40	11,2%	15,8%	6,5%



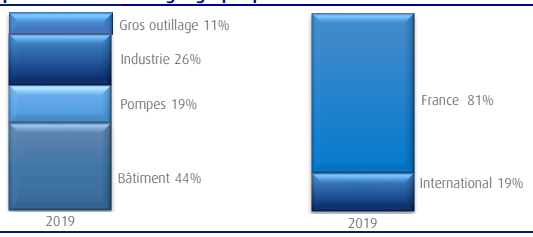
Résultats et enjeux

2019 a été excellent (CA +18.5% dont +8.3% pcc) malgré une baisse du marché français du logement neuf et des résultats freinés par des parités de change moins favorables sur l'euro/dollar et l'intégration de Sanidom/Rousseau (ROP à 47.8M€ (+8.6%), MOP à 13% du CA (-120pb)). La situation financière reste solide, le dividende net distribué de 1,8€/action (+3%, détaché le 15/04).

Le CA T1 est resté positif (+2% dont +0,6%pcc) avec un excellent début d'année (+10%) et une chute d'activité de -53% sur les 15 derniers jours de mars. Avril a été compliqué (CA à -43%), Mai (-12%) et Juin (-10%e) le resteront mais avec une remontée encourageante des commandes clients, tant des professionnels que du grand public. Des plans de continuité ont été mis en place dans chaque filiale avec un recours au chômage partiel pour 25% des effectifs en avril. Le T2 sera très dégradé, attendu en baisse de -21%, les résultats semestriels également. En revanche, le groupe pourra compter avec l'intégration de Distrilabo (Matériels techniques pour la mesure et le contrôle de la pression) et Thermacom (Systèmes de distribution d'eau sanitaire et de confort thermique des bâtiments) qui limiteront le recul du CA.
Nos estimations reviennent à 359M€ de CA (-2.5% dont -7.5%pcc) et 43.1M€ (-10%) de ROC. Le CA va baisser mais les parts de marché progresser sur la période. La marge opérationnelle va s'affaiblir à 12% (-100pb) mais ponctuellement avec pour enjeu de retrouver son niveau de 2019 dès 2021, avec le retour des volumes et l'intégration progressive des synergies nées des dernières acquisitions : Sanidom/Rousseau fin 2018, Distrilabo et Thermacom cette année.

2020 sera difficile mais sans rien sacrifier aux enjeux de MT : international, digital, expérience client, actionnariat individuel. Notre opinion reste fondamentalement positive.

CA par division et zone géographique



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	311,2	368,8	359,6	391,3
EBITDA	48,1	53,3	48,7	57,0
EBIT	44,1	47,8	43,1	51,5
Résultat Financier	-0,1	-0,2	-0,1	0,0
RN part du Groupe	29,1	32,4	29,7	36,1

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	111,9	123,3	122,8	125,1
dont GW	50,8	53,3	53,3	53,3
BFR	121,5	116,2	113,3	123,3
Fonds Propres totaux	203,5	219,7	232,9	252,6
Endettement Financier net	23,7	12,2	7,7	0,3

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	32,6	38,0	35,2	41,6
CAPEX	5,5	8,6	5,0	7,8
CAF / CAPEX	6,0	4,4	7,0	5,3
Variation de BFR	26,5	-5,2	-2,9	10,0
Pay-Out	55%	51%	55%	47%
FCF opérationnel	0,7	34,7	33,1	23,8

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	12%	6%	3%	0%
DN/EBITDA	0,6x	0,3x	0,1x	0,0x
GW/FP	25,0%	24,3%	22,9%	21,1%
M/EBIT	14,2%	13,0%	12,0%	13,2%
Marge nette	9,4%	8,8%	8,3%	9,2%
ROE	14,3%	14,7%	12,7%	14,3%
ROCE	18,9%	20,0%	18,3%	20,7%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA retraité	3,20	3,55	3,26	3,96
Dividende net	1,75	1,80	1,80	1,85
CAF / action	3,58	4,18	3,86	4,56
Actif net par action	22,34	24,11	25,57	27,73

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier*	55,7 €	53,1 €	53,2 €	53,2 €
PER	17,4x	14,9x	16,3x	13,4x
P / CAF	15,5x	12,7x	13,8x	11,7x
Rdt du FCF opérationnel	0,1%	7,0%	6,7%	4,9%
P / AN	2,5x	2,2x	2,1x	1,9x
VE / CA	1,7x	1,3x	1,4x	1,2x
VE/ EBITDA	11,0x	9,3x	10,1x	8,5x
VE/ EBIT	12,1x	10,4x	11,4x	9,4x

Source : Financière d'Uzès

UBISOFT

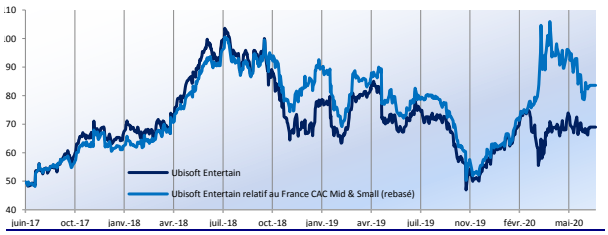
Secteur : Jeux Vidéo

Cours au 19/06/2020 **69,0 €**

Objectif **85,1€ (+23,4%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	UBI-PAR / FR0000054470
Capitalisation	8 363 M€
Flottant	58,4%
Extrêmes 12 m (€)	46,9€ / 78,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+3,0%	+18,9%	+1,0%
Performance relative	-8,6%	-10,3%	+10,8%

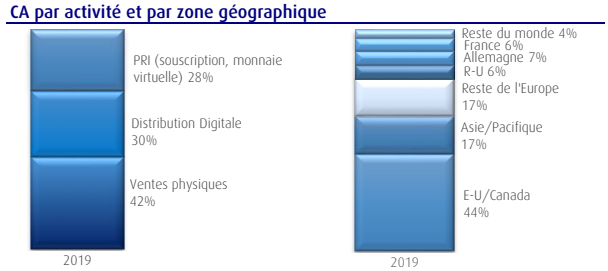


Résultats et enjeux

Ubisoft est l'éditeur qui a vendu le plus de jeux pendant le confinement avec pas moins de 23,7% des ventes. Outre la ruée sur Assassin's Creed Odyssey, Ubisoft bénéficie également du succès de The Division 2 (après une grosse promotion sur toutes les plateformes), Rainbow Six Siege (4ème jeu le plus influent de l'industrie sur le 1T), Just Dance 2020 (+156% vs la version 2019). Sans surprise donc, le CA 4T à 388M€ (-6,8%) ressort supérieur aux 333M€ budgétés (soit un CA 2019 de 1,5Md€ (-13,6%) vs un objectif de 1,45Md€). La hausse des PRI* (+9%) explique en partie cette bonne performance.

Néanmoins, 2 éléments sont venus entacher cette bonne publication :
1/ le supplément de volume ne profite pas à la marge. A 34M€ (vs 446M€ en 2018/19), le ROC s'inscrit seulement dans le milieu de fourchette de la guidance 20/50M€ communiquée fin octobre après l'avertissement (échec du lancement de Ghost Recon) et la décision de reporter la sortie de 3 titres majeurs en 2020/21.
2/ les objectifs pour 2020/21 sont prudents et soufflent le froid sur le contexte porteur du moment dans l'industrie du jeu vidéo. Aux objectifs initiaux (CA à 2,65Md€ / ROP à 600M€), le groupe rajoute un complément constituant le bas de fourchette (CA à 2,35Md€ / ROP à 400M€). Ce niveau bas intègre les conséquences du Covid avec l'hypothèse de report d'un des 5 jeux premiums programmés pour cette année imputable 1/ aux retards de développement des jeux avec le confinement, 2/ au déconfinement qui pourrait se traduire par l'abandon par les joueurs de leurs consoles au profit de la vie sociale, 3/ le possible report de lancement des consoles de dernière génération Xbox et Playstation. Ce scénario ne prend pas en compte l'effet positif de la hausse constatée en mars des PRI au-delà du mois de juin. Une prudence qui fait écho à celle de ses concurrents.
Si à CT le risque de report de lancement est réel, nous sommes toujours convaincus à MT du dynamisme de ce marché dont Ubisoft, en tant qu'acteur influent, saura profiter.

CA par activité et par zone géographique



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2017-18	2018-19	2019-20e	2020-21e
Chiffre d'Affaires	2 029,0	1 534,0	2 684,5	2 915,1
EBITDA	792,5	546,2	1 174,8	1 313,2
EBITA non-IFRS	446,0	34,3	375,2	442,6
Résultat Financier	-10,9	-19,1	-10,4	1,2
RN	100,0	-124,3	317,3	420,1
RN part du groupe	100,0	-124,3	317,3	420,1

Bilan (M€)	2017-18	2018-19	2019-20e	2020-21e
Total actif immobilisé	1 510,7	2 037,2	2 087,8	2 145,9
dont GW	290,7	334,6	334,6	334,6
BFR	84,7	83,4	121,9	24,4
Fonds Propres totaux	920,0	1 321,7	1 639,0	2 059,1
Endettement Financier net	293,9	343,9	133,1	-188,8

Financement (M€)	2017-18	2018-19	2019-20e	2020-21e
CAF	723,8	532,6	1 046,9	1 162,7
CAPEX	-618,7	-534,7	-838,0	-915,3
CAF / CAPEX	-1,2	-1,0	-1,2	-1,3
Variation de BFR	84,7	83,4	121,9	24,4
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Opérationnel	189,7	81,3	330,8	271,9

Ratios de structure	2017-18	2018-19	2019-20e	2020-21e
Gearing	31,9%	26,0%	8,1%	-9,2%
DN/EBITDA	0,4x	0,6x	0,1x	-0,1x
GW/FP	31,6%	25,3%	20,4%	16,2%
Marge d'EBITA	22%	2%	14,0%	15,2%
Marge nette	5%	-8%	11,8%	14,4%
ROE	11%	-9%	19,4%	20,4%
ROCE	28%	2%	17,0%	20,4%

Données par action (€)	2017-18	2018-19	2019-20e	2020-21e
BPA	0,84	-1,04	2,7	3,5
Dividende net	0,00	0,00	0,0	0,0
CAF / action	6,07	4,46	8,8	9,7
Actif net par action	8,58	12,33	15,3	19,2

Ratios boursiers	2017-18	2018-19	2019-20e	2020-21e
Cours moyen ou dernier	82,6 €	67,7 €	69,0 €	69,0 €
PER	98,6x	-65,0x	25,9x	19,6x
P / CAF	13,6x	15,2x	7,9x	7,1x
Rdt du FCF opérationnel	2,1%	1,1%	4,4%	3,8%
P / AN	9,6x	5,5x	4,5x	3,6x
VE / CA	5,0x	4,8x	3,0x	2,6x
VE/ EBITDA	11,6x	13,9x	6,4x	5,5x
VE/ EBITA	44,0x	184,2x	19,4x	15,8x

* PRI (Player Recurring Investment) = engagement, implication des joueurs dans le jeu qui les conduit à réaliser des achats d'objets virtuels, de contenus additionnels (DLC), d'abonnements, ou à visionner des publicités pour débloquer certains contenus.

Source : Financière d'Uzès

VALEO

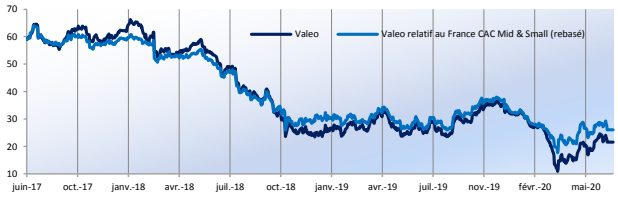
Secteur : Equipementiers Automobiles

Cours au 19/06/2020 **21,5 €**

Objectif **24,9€ (+15,6%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	FR-PAR / FR0013176526
Capitalisation	5 187 M€
Flottant	82,4%
Extrêmes 12 m (€)	10,9€ / 36,6€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+16,3%	+83,7%	-17,5%
Performance relative	+4,6%	+54,5%	-7,7%

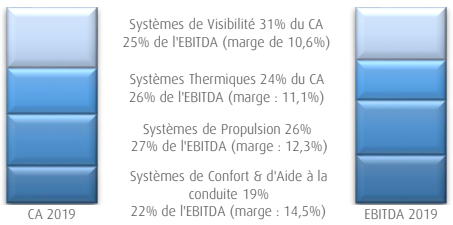


Résultats et enjeux

Comme annoncé lors de « la journée investisseurs », l'exercice 2019 de Valeo clos d'intenses efforts d'investissements réalisés ces dernières années au détriment de la croissance et porte déjà sur son 2S les 1ers signes de la mise en production de nouvelles innovations (systèmes d'électrification (48V), caméras et produits liés à l'ADAS, systèmes d'éclairage (LED)). Ainsi, 1/ le CA ressort à 19,2Md€ (+1% ; 0%pcc soit +6pts de surperformance dont +8pts réalisés sur le 2S), 2/ l'EBITDA à 2,5Md€ (+4%) soit une marge à 12,8% (+20bps) mais à 13,2% hors grève chez GM, 3/ le ROP à 1Md€ (-14%) soit une MOP à 5,3% (-100pbs) mais à 5,8% hors grève GM, 4/ le FCF à 519M€ pour une DN de 2,8Md€ (gearing de 61%).

Le 1T20 poursuit cette tendance avec une surperformance remarquable de +16pts, la plus forte depuis 2016-17, soit un CA de 4,5Md€ (-8%pcc). Néanmoins, l'absence de visibilité et l'anticipation d'un recul du marché en 2020 (-25%) conduit Valeo à abandonner ses objectifs 2020 et à adopter des mesures similaires à celles de ses homologues pour protéger ses marges (variabilisation des coûts sur les sites de production, sièges sociaux et R&D dont chômage partiel qui devraient conduire à une baisse des coûts totaux de -30% après -24% en 2019) et réduire sa consommation de cash (réduction des CAPEX de -45% sur le 2T, contrôle strict du BFR notamment les créances clients, réduction du dividende à 0,2€/action vs 1,25€ en 2018). Enfin, parmi les autres sujets abordés, la direction précise que les pertes de sa JV avec Siemens devraient être plus faibles qu'en 2019 (peu de CA donc moindre sensibilité à la baisse des volumes). Sur la Chine, le niveau d'activité devrait dès le 2T renouer avec des niveaux proches de 2019. A nos yeux, Valeo est en ordre de marche pour surperformer le marché à la faveur d'un mix produit électrique le plus favorable de tous les équipementiers.

CA et EBITDA par activité



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	19 124,0	19 477,0	16 258,6	19 043,5
EBITDA	2 410,0	2 496,0	1 856,7	2 384,9
EBITA	1 092,0	797,0	194,7	701,4
Résultat Financier	-91,0	-75,0	-141,6	-145,8
RN	642,0	394,0	38,2	400,0
RN part du groupe	546,0	313,0	-29,4	320,8

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	10 857,0	11 915,0	11 877,2	12 030,7
dont GW	2 550,0	2 571,0	2 571,0	2 571,0
BFR	-835,0	-1 168,0	-728,5	-815,2
Fonds Propres totaux	5 378,0	5 464,0	5 454,1	5 806,1
Endettement Financier net	2 248,0	2 817,0	3 351,9	2 997,8

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	2 099,0	2 067,9	1 738,3	2 083,4
CAPEX	-1 916,0	-1 766,0	-1 501,1	-1 713,9
CAF / CAPEX	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2
Variation de BFR	-22,0	396,0	-439,5	86,7
Pay-Out	55%	15%	-163%	94%
FCF Opérationnel	161,0	697,9	-202,4	456,1

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
Gearing	42%	52%	61%	52%
DN/EBITDA	0,9	1,1	1,8	1,3
GW/FP	0,5	0,5	0,5	0,4
Marge d'EBITA	5,7%	4,1%	1,2%	3,7%
Marge nette	3,4%	2,0%	0,2%	2,1%
ROE	11,9%	7,2%	0,7%	6,9%
ROCE	13,8%	8,9%	2,1%	7,0%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	2,5	1,5	-0,4	1,1
Dividende net	1,3	0,2	0,2	1,3
CAF / action	8,8	8,7	7,3	8,8
Actif net par action	19,0	19,3	18,9	20,1

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	45,8 €	28,7 €	21,5 €	21,5 €
PER	18,1x	18,9x	ns	19,1x
P / CAF	5,2x	3,3x	2,9x	2,5x
Rdt du FCF opérationnel	1,0%	4,8%	-3,2%	3,9%
P / AN	2,4x	1,5x	1,1x	1,1x
VE / CA	0,9x	0,7x	0,4x	0,6x
VE/ EBITDA	6,9x	5,2x	3,4x	4,9x
VE/ EBITA	15,2x	16,1x	32,2x	16,6x

Source : FU

VETOQUINOL

Secteur : Santé

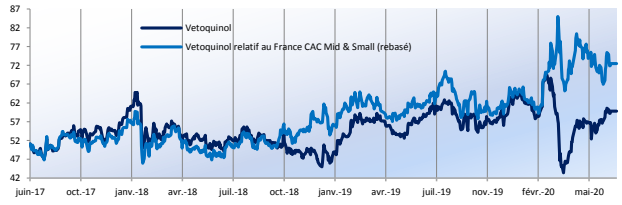
PEA - PME

Cours au 19/06/2020 **59,8 €**

Objectif **61,8€ (+3,3%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	VETO-PAR / FR0004186856
Capitalisation	711 M€
Flottant	32,7%
Extrêmes 12 m (€)	43,4€ / 69,8€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+6,8%	+32,9%	+3,5%
Perf. relative CAC40	-4,9%	+3,7%	+13,2%



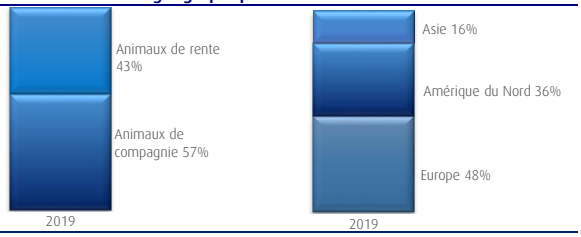
Résultats et enjeux

Les résultats 2019 sont en baisse après un mauvais début d'année. Le CA ressort à 396M€ (+7,7% dont +3,3%pcc), l'Ebitda à 65,4M€ (+8,3%), le ROC stable à 46M€ et 11,6% CA (-80pb), pénalisé par plusieurs éléments, souvent non récurrents : intégration de Clarion et FarmVet, réorganisation industrielle, destruction de produits finis... Le bilan reste solide avec une situation de trésorerie nette positive de 72M€ avant rachat de Drontal et Profender à Elanco. Le dividende net est fixé à 0,38€ (détachement le 4/06/20).

Le CA T1 est bon à 103,4M€ (+13,7% et +10,5%pcc), soutenu par des achats d'anticipation des grossistes et cliniques vétérinaires. Le T2 sera en baisse, en termes de CA et de rentabilité. A fin mars, le groupe signalait peu de tensions sur les approvisionnements, des sites de production qui tournaient à 60%/70% de leurs capacités et des mesures de chômage partiel en France. Les lancements de nouveaux produits devraient être décalés, au S2 voire en 2021. De son côté, le rachat à Elanco des gammes de vermifuges pour chiens et chats Drontal® et Profender® annoncé début 2020 est confirmé pour début août (CA>40M€, prix payé 127M€), encore conditionné à quelques autorisations réglementaires, et sera relutif malgré d'importants coûts marketing à prévoir. Sur l'année, le groupe ne délivre aucune guidance. En retenant un impact Covid pour l'essentiel concentré au T2, le CA reviendrait à 412M€ (+4% dont -2%pcc) y compris Drontal et Profender sur 6 mois pour un ROC en léger retrait à 45M€ et 11% du CA (-60pb) mais dont le niveau sera largement déterminé par le montant des coûts marketing.

Le titre a plutôt bien résisté dans la crise et nous semble à son prix, avec l'attrait néanmoins d'une décote toujours importante par rapport à ses comparables (>15%).

CA par activité et zone géographique



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	367,9	395,9	408,1	465,3
EBITDA	61,4	66,2	65,1	76,1
EBIT	45,7	46,0	44,4	52,9
Résultat Financier	0,4	-0,2	-1,3	0,0
RN part du Groupe	33,9	33,7	31,7	38,9

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	191,5	254,1	252,4	249,2
dont GW	80,7	0,0	0,0	0,0
BFR	82,0	86,1	88,7	110,7
Fonds Propres totaux	363,1	386,4	412,5	445,3
Endettement Financier net	-111,0	-72,4	28,3	14,3

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	46,3	45,5	48,4	57,8
CAPEX	14,2	15,0	16,0	17,0
CAF / CAPEX	3,3	3,0	3,0	3,4
Variation de BFR	12,9	4,1	2,6	22,0
Pay-Out	16%	16%	16%	15%
FCF opérationnel	19,2	26,4	29,7	18,8

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	-31%	-19%	7%	3%
DN/EBITDA	-1,8x	-1,1x	0,4x	0,2x
GW/FP	22,2%	0,0%	0,0%	0,0%
M/EBIT	12,4%	11,6%	10,9%	11,4%
Marge nette	9,2%	8,5%	7,8%	8,4%
ROE	9,3%	8,7%	7,7%	8,7%
ROCE	16,7%	13,5%	13,0%	14,7%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA retraité	2,85	2,83	2,67	3,27
Dividende net	0,48	0,38	0,40	0,47
CAF / action	3,90	3,83	4,07	4,86
Actif net par action	30,56	32,52	34,72	37,48

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	52,5 €	56,9 €	59,8 €	59,8 €
PER	18,4x	20,1x	22,4x	18,3x
P / CAF	13,5x	14,9x	14,7x	12,3x
Rdt du FCF opérationnel	3,7%	4,4%	5,4%	3,5%
P / AN	1,7x	1,7x	1,7x	1,6x
VE / CA	1,4x	1,5x	1,4x	1,1x
VE/ EBITDA	8,4x	9,1x	8,5x	7,0x
VE/ EBIT	11,2x	13,1x	12,5x	10,1x

Source : Financière d'Uzès

VILMORIN

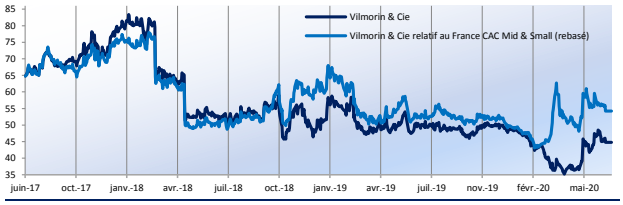
Secteur : Alimentation, boissons

Cours au 19/06/2020 **44,8 €**

Objectif **53,9€ (+20,4%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	RIN-PAR / FR0000052516
Capitalisation	1 026 M€
Flottant	25,7%
Extrêmes 12 m (€)	35,2€ / 51,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+6,0%	+12,6%	-6,8%
Perf. relative CAC40	-5,7%	-16,6%	+3,0%



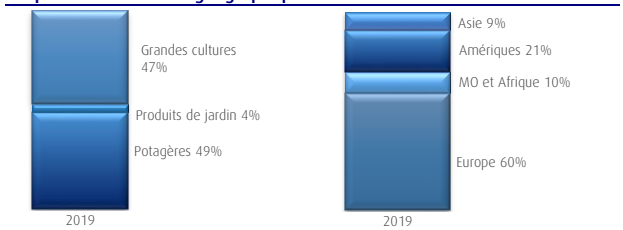
Résultats et enjeux

A 9 mois, le CA est bien orienté à 1062M€ (+6% dont +4,2%pcc) avec : 1/une bonne tenue des Potagères (+6% dont +4,7%pcc), intégrant probablement en mars des anticipations de commandes de clients voulant sécuriser leurs approvisionnements, 2/ une solide croissance en Grandes Cultures (+6,8% dont +4,2%pcc), 3/ une légère croissance d'AgReliant sur le marché nord-américain et une forte activité de Seed Co sur le marché africain.

Les objectifs annuels sont néanmoins suspendus (1/ croissance de +2/3% dont +3% en Potagères et +2% en Grandes cultures, 2/MOP>8%CA, 3/SME >20M€) avec pour principales sources d'incertitudes : 1/la situation économique des agriculteurs et maraîchers et la disponibilité des saisonniers pour les récoltes, 2/ les incertitudes autour d'un T4 important en Potagères (35%CA), 3/ la hausse des coûts logistiques et les surcoûts liés à la crise sanitaire, néanmoins contenus par un stricte contrôle des dépenses. En revanche, aucun site ne s'est arrêté compte tenu du caractère stratégique du secteur. Nos estimations s'ajustent légèrement en baisse à 1407M€ de CA (+1,2%, stable pcc) et 108M€ (-2%) d'Ebitda soit une M/Ebita à 7,7%CA (-30pb). Le RN reviendrait à 67,5M€ (-8,4%) après 20M€ de contributions mises en équivalence (AgReliant).

Les leviers d'amélioration de la rentabilité nous semblent toujours relativement contraints à 2/3 ans : 1/ en Potagères, avec des marges liées au mix produit et que nous imaginons difficilement retrouver les niveaux cibles de 17/18%, 2/ en Grandes cultures, avec l'idée que la division ne pourra améliorer ses marges sans le levier de la technologie (intégration de traits OGM), peu envisageable avant 3/4 ans. Pour autant, le groupe fait indéniablement la démonstration de la bonne résilience de son activité et de son caractère stratégique, en amont de la chaîne alimentaire. C'est un élément positif qui se combine avec une très faible valorisation et une forte décote par rapport aux comparables.

CA par activité et zone géographique



Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	1 346,0	1 390,7	1 407,4	1 455,8
EBITDA	304,4	330,3	344,6	362,1
EBIT	97,1	111,0	108,5	117,9
Résultat Financier	-38,0	-45,0	-38,0	-37,0
RN part du Groupe	74,1	73,9	67,7	77,3

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	1 688,1	1 846,1	1 834,6	1 821,7
dont GW	368,9	434,8	434,8	434,8
BFR	537,0	550,6	557,1	576,0
Fonds Propres totaux	1 304,7	1 323,9	1 339,6	1 361,1
Endettement Financier net	765,9	912,0	890,3	869,9

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	281,6	287,4	283,7	301,5
CAPEX	217,0	188,0	224,6	231,3
CAF / CAPEX	1,3	1,5	1,3	1,3
Variation de BFR	7,0	13,6	6,5	18,9
Pay-Out	38%	42%	46%	37%
FCF opérationnel	57,6	85,8	52,7	51,3

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	58,7%	68,9%	66,5%	63,9%
DN/EBITDA	2,5x	2,8x	2,6x	2,4x
GW/FP	28,3%	32,8%	32,5%	31,9%
M/EBIT	7%	8%	7,7%	8,1%
Marge nette	6%	5%	4,8%	5,3%
ROE	10%	8%	6,3%	5,1%
ROCE	10%	8%	4,8%	4,6%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	3,56	3,22	3,0	3,4
Dividende net	1,35	1,35	1,4	1,2
CAF / action	13,52	12,54	12,4	13,2
Actif net par action	57,36	53,93	54,4	55,4

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	68,2 €	52,1 €	44,8 €	44,8 €
PER	19,2x	16,2x	15,2x	13,3x
P / CAF	5,0x	4,2x	3,6x	3,4x
Rdt du FCF opérationnel	2,6%	4,1%	2,7%	2,7%
P / AN	1,2x	1,0x	0,8x	0,8x
VE / CA	1,3x	1,3x	1,2x	1,1x
VE/ EBITDA	6,4x	6,0x	5,4x	5,0x
VE/ EBIT	16,4x	15,7x	15,6x	14,0x

Source : Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

VIRBAC

Secteur : Santé

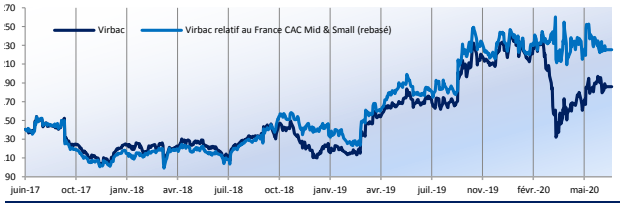
PEA - PME

Cours au 19/06/2020 **186,0 €**

Objectif **200,4€ (+7,8%)**

Données boursières	
MNEMO / ISIN	VIRP-PAR / FR0000031577
Capitalisation	1 573 M€
Flottant	49,5%
Extrêmes 12 m (€)	132,2€ / 242,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+0,4%	+38,8%	+4,3%
Perf. relative CAC40	-11,3%	+9,7%	+14,0%



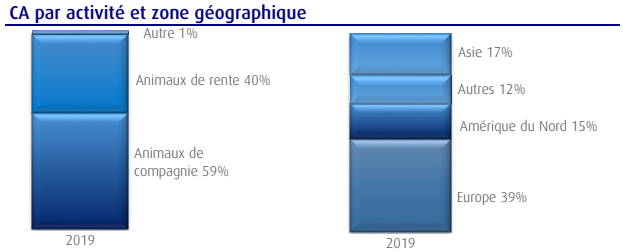
Résultats et enjeux

Les résultats 2019 sont bons, en ligne avec le plan de marche, soutenus par un bon effet volume (CA +8% dont +6.6%pcc) et une bonne maîtrise des coûts. L'Ebit s'inscrit à 122,4M€ (+39%) et 13% du CA (+290pb), avec un net redressement de la contribution de la filiale US (Ebit 30M$ vs 12M$). La DN se réduit à 368M€ et 2,3x l'Ebitda (vs un covenant à 3,65x).

Si le CA T1 s'est révélé excellent à 248M€ (+13,9% dont +14,3%pcc), le T2 sera en baisse. Début avril, le groupe précisait : 1/fonctionner avec des sites à 70% (USA) et 50% (Europe) de leur capacité, 3/ attendre un ralentissement d'activité dans les prochaines semaines (baisse des prescriptions, décalage des chirurgies, ralentissement des visites médicales...), 4/ reporter le lancement des produits importants (Stelfonta®/Europe, Suprelorin®/Chine, PetFood/USA, Chine et Brésil). Plus inattendu, le groupe a annoncé la cession de ses produits vétérinaires sous marque Sentinel® aux US (anti-parasitaires internes) à MSD (Merck&Co.) pour un montant de 400M$ (closing mi-20) : une opération qui déconsolidera 50M€ de CA et 30M€ d'Ebit mais qui présente l'avantage de totalement désendetter le groupe, de lui redonner une capacité de prédation, et de le sortir d'un segment de marché ultra concurrencé.
Avant crise Covid-19, les objectifs 2020 portaient sur : 1/ un CA en hausse de +4/+6%, 2/ une M/Ebit de 13,5% (+50pb), 3/ une DN cible autour de 300M€. Ajustés des récents évènements, nos estimations reviennent à : 1/891M€ de CA (-5% dont -2,1%pcc) intégrant la déconsolidation pour 6 mois de Sentinel, 2/ 90,7M€ d'Ebit (-23%) soit une MOP de 10,2% (-240pb dont -150pb liés à la sortie de Sentinel), 3/une trésorerie nette positive de 51M€.

L'épisode sanitaire va faire perdre 18 mois de croissance et la déconsolidation de Sentinel l'équivalent de 300pb de marge opérationnelle en année pleine. Mais il n'enlève rien à la solidité du groupe qui, outre retrouver une capacité de prédation, fait clairement le pari de ses

CA par activité et zone géographique



Compte de Résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	868,9	938,3	891,3	925,7
EBITDA	116,4	156,3	127,7	138,1
EBITA	87,6	118,2	90,8	99,7
EBIT	65,0	97,9	80,8	93,7
RN part du Groupe	20,1	51,5	41,8	61,7

Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e
Total actif immobilisé	856,1	872,4	511,2	509,9
dont GW	133,5	142,2	142,2	142,2
BFR	134,9	113,9	108,1	112,3
Fonds Propres totaux	460,3	551,9	593,7	655,3
Endettement Financier net	426,1	368,4	-46,5	-107,7

Financement (M€)	2018	2019	2020e	2021e
CAF	70,0	106,4	88,7	106,1
CAPEX	33,9	23,0	35,7	37,0
CAF / CAPEX	2,1	4,6	2,5	2,9
Variation de BFR	4,6	-21,0	-5,7	4,2
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF opérationnel	31,5	104,4	58,8	64,9

Ratios de structure	2018	2019	2020e	2021e
DN/FP	93%	67%	-8%	-16%
DN/EBITDA	3,7x	2,4x	-0,4x	-0,8x
GW/FP	29,0%	25,8%	23,9%	21,7%
M/EBIT	10,1%	12,6%	10,2%	10,8%
Marge nette	2,3%	5,5%	4,7%	6,7%
ROE	4,4%	9,9%	7,5%	9,9%
ROCE	7,4%	10,9%	13,0%	15,1%

Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e
BPA	2,38	6,09	4,94	7,29
Dividende net	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF / action	8,28	12,57	10,49	12,54
Actif net par action	54,42	61,22	66,16	73,45

Ratios boursiers	2018	2019	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	126,0 €	169,7 €	186,0 €	186,0 €
PE	53,0x	27,9x	37,7x	25,5x
P / CAF	15,2x	13,5x	17,7x	14,8x
Rdt du FCF opérationnel	2,1%	5,8%	3,9%	4,4%
P / AN	2,3x	2,8x	2,8x	2,5x
VE / CA	1,7x	1,9x	1,7x	1,6x
VE/ EBITDA	12,8x	11,5x	12,0x	10,6x
VE/ EBIT	17,0x	15,3x	16,8x	14,7x

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

■ Détection des conflits d'intérêts

Société	Opérations financières	Intérêt personnel de l'analyste	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité et/ou d'animation
AEROPORTS DE PARIS	non	non	non	non / non
AUBAY	non	non	non	non / non
BENETEAU	non	non	non	non / non
BIOMERIEUX	non	non	non	non / non
BOIRON	non	non	non	non / non
BONDUELLE	non	non	non	non / non
BUREAU VERITAS	non	non	non	non / non
BURELLE	non	non	non	non / non
ECONOCOM	non	non	non	non / non
ESSILOR	non	non	non	non / non
EUROFINS SCIENTIFIC	non	non	non	non / non
FAURECIA	non	non	non	non / non
GL EVENTS	non	non	non	non / non
HAULOTTE	non	non	non	non / non
HEXAOM	non	non	non	non / non
INGENICO	non	non	non	non / non
KORIAN	non	non	non	non / non
MANITOU	non	non	non	non / non
ORPEA	non	non	non	non / non
PIERRE & VACANCES	non	non	non	non / non
PLASTIC OMNIUM	non	non	non	non / non
QUADIENT	non	non	non	non / non
RUBIS	non	non	non	non / non
SAFRAN	non	non	non	non / non
SARTORIUS STEDIM BIOTECH	non	non	non	non / non
SEB	non	non	non	non / non
THERMADOR	non	non	non	non / non
UBISOFT	non	non	non	non / non
VALEO	non	non	non	non / non
VETOQUINOL	non	non	non	non / non
VILMORIN	non	non	non	non / non
VIRBAC	non	non	non	non / non

Données de marché

Sources : FU, FactSet
Cours de clôture : 19 juin 2020

■ Performances des indices

Indices internationaux	Cours au	Performance (monnaie locale)		Performance (euro)	
	19/06/2020	1T-2020	YTD	1T-2020	YTD
EUROPE					
Stoxx Europe 600	365,5	-23,0%	-12,1%	-23,0%	-12,1%
France CAC 40	4 979,5	-26,5%	-16,7%	-26,5%	-16,7%
France CAC 40 (div. réinvestis)		-26,1%	-15,7%	-26,1%	-15,7%
France SBF 120	3 918,2	-26,8%	-16,7%	-26,8%	-16,7%
France CAC Mid & Small	11 360,4	-29,7%	-15,8%	-29,7%	-15,8%
Germany DAX (TR)	12 330,8	-25,0%	-6,9%	-25,0%	-6,9%
FTSE 100	6 292,6	-24,8%	-16,6%	-28,0%	-21,8%
IBEX 35	7 414,2	-28,9%	-22,4%	-28,9%	-22,4%
Switzerland SMI (PR)	10 266,3	-12,3%	-3,3%	-10,3%	-1,4%
FTSE MIB	19 618,9	-27,5%	-16,5%	-27,5%	-16,5%
Greece ATHEX Composite	668,3	-39,1%	-27,1%	-39,1%	-27,1%
Russia	1 249,7	-34,5%	-19,3%	-33,1%	-19,2%
US					
S&P 500	3 097,7	-20,0%	-4,1%	-18,2%	-3,8%
NASDAQ Composite Index	9 946,1	-14,2%	+10,8%	-12,2%	+11,3%
Dow Jones 30 Industrials	25 871,5	-23,2%	-9,3%	-21,4%	-9,0%
AFRIQUE					
Morocco MADEX	8 416,0	-20,6%	-15,2%	-23,5%	-15,9%
FTSE JSE 40	49 812,3	-19,8%	-2,0%	-35,8%	-20,6%
ASIE					
Japan Nikkei 225	22 478,8	-20,0%	-5,0%	-17,6%	-3,0%
SSE A Share Index	3 110,6	-9,8%	-2,7%	-9,4%	-3,9%
India S&P BSE SENSEX	34 731,7	-28,6%	-15,8%	-31,1%	-20,8%
AMERIQUE LATINE					
Brazil Bovespa Index	96 572,1	-36,9%	-16,5%	-50,0%	-37,2%
MSCI					
MSCI World Index	1 693,2	-20,5%	-5,9%	-19,6%	-6,0%
MSCI EM (Emerging Markets)	57 785,8	-19,3%	-6,0%	-22,1%	-9,8%

Source : FactSet

■ Statistiques Cac All-Tradable (Source FactSet)

Performances

Les plus élevées

Sociétés	Performance YTD	Cours au 19/06/2020	Extrêmes 12m + bas	Extrêmes 12m + haut
bioMerieux SA	+53,6%	121,9 €	68,3 €	137,0 €
Sartorius Stedim Biotecl	+52,2%	224,8 €	121,7 €	248,2 €
Iliad SA	+50,5%	173,9 €	77,7 €	173,9 €
Ingenico Group SA	+35,6%	131,3 €	67,3 €	142,1 €
Albioma	+34,8%	35,1 €	22,2 €	35,9 €
Euronext NV	+20,4%	87,5 €	56,7 €	88,0 €
Eurofins Scientific Socie	+17,9%	582,8 €	361,4 €	608,0 €
Remy Cointreau SA	+15,1%	126,0 €	83,6 €	140,7 €
Ubisoft Entertainment S	+12,0%	69,0 €	46,9 €	78,0 €
Worldline SA	+11,8%	70,6 €	39,0 €	77,5 €
Hermes International S(	+11,0%	739,2 €	525,0 €	786,2 €
Robertet SA	+6,4%	982,0 €	630,0 €	1 060,0 €
L'Oreal SA	+5,8%	279,2 €	207,6 €	279,2 €
SEB SA	+5,5%	139,7 €	98,7 €	166,6 €
Sanofi	+5,0%	94,1 €	72,1 €	94,1 €

Les plus faibles

Sociétés	Performance YTD	Cours au 19/06/2020	Extrêmes 12m + bas	Extrêmes 12m + haut
Genfit SA	-69,4%	5,4 €	4,8 €	20,3 €
CGG	-63,8%	1,0 €	0,8 €	3,0 €
TechnipFMC Plc	-62,4%	7,1 €	4,7 €	25,4 €
Unibail-Rodamco-Westf	-60,8%	55,2 €	41,3 €	144,4 €
Vallourec SA	-60,6%	44,3 €	29,3 €	125,7 €
Elior Group SA	-54,5%	6,0 €	4,1 €	13,7 €
Air France-KLM SA	-54,0%	4,6 €	3,6 €	10,9 €
Societe Generale S.A. Cl	-53,7%	14,4 €	11,8 €	31,9 €
SES SA FDR (Class A)	-50,2%	6,2 €	5,1 €	18,1 €
Renault SA	-49,9%	21,1 €	14,6 €	58,0 €
DBV Technologies SA	-49,6%	9,9 €	4,1 €	23,5 €
Klepierre SA	-47,9%	17,6 €	13,6 €	34,7 €
AKKA Technologies SE	-47,4%	31,4 €	19,8 €	64,1 €
Airbus SE	-47,2%	68,9 €	49,1 €	139,0 €
CNP Assurances SA	-46,1%	9,6 €	5,4 €	20,7 €

Potentiels

Les plus élevées

Sociétés	Cours au 19/06/2020	Objectif Consensus	Potentiel
Genfit SA	5,4 €	10,8 €	+100,6%
DBV Technologies SA	9,9 €	18,7 €	+89,1%
CNP Assurances SA	9,6 €	15,3 €	+60,1%
TechnipFMC Plc	7,1 €	10,5 €	+47,5%
Eutelsat Communications SA	9,4 €	13,7 €	+45,8%
SES SA FDR (Class A)	6,2 €	9,0 €	+43,9%
CGG	1,0 €	1,5 €	+43,5%
ALD SA	8,4 €	11,6 €	+38,0%
Dassault Aviation SA	813,0 €	1 112,5 €	+36,8%
ArcelorMittal SA	9,3 €	12,8 €	+36,8%
Coface SA	6,1 €	8,3 €	+36,6%
Eramet SA	32,7 €	44,7 €	+36,4%
Orange SA	10,6 €	14,3 €	+35,6%
Bollore SA	2,9 €	3,8 €	+33,1%
Scor SE	23,7 €	31,4 €	+32,7%

Les plus faibles

Sociétés	Cours au 19/06/2020	Objectif Consensus	Potentiel
Robertet SA	982,0 €	742,0 €	-24,4%
Air France-KLM SA	4,6 €	3,6 €	-20,1%
Remy Cointreau SA	126,0 €	103,4 €	-17,9%
Hermes International SCA	739,2 €	626,6 €	-15,2%
L'Oreal SA	279,2 €	242,0 €	-13,3%
Vallourec SA	44,3 €	39,6 €	-10,7%
Sartorius Stedim Biotech SA	224,8 €	202,3 €	-10,0%
bioMerieux SA	121,9 €	110,3 €	-9,5%
Safran S.A.	94,4 €	87,0 €	-7,8%
Dassault Systemes SA	153,2 €	141,6 €	-7,6%
Ingenico Group SA	131,3 €	121,8 €	-7,2%
Iliad SA	173,9 €	162,0 €	-6,8%
SEB SA	139,7 €	130,6 €	-6,5%
Trigano SA	87,6 €	83,5 €	-4,7%
Legrand SA	65,0 €	62,0 €	-4,7%

PER

Les plus élevées

Sociétés	Cours au	PER	
	19/06/2020	2018e	2019e
Wendel SE	84,8 €	-	141,8x
Sartorius Stedim Biotech SA	224,8 €	64,4x	55,5x
Getlink SE	12,9 €	-	55,0x
Hermes International SCA	739,2 €	59,6x	46,6x
bioMerieux SA	121,9 €	45,6x	41,1x
Remy Cointreau SA	126,0 €	56,5x	40,6x
Robertet SA	982,0 €	39,3x	36,9x
Dassault Systemes SA	153,2 €	42,0x	36,3x
Accor SA	25,5 €	-	36,1x
L'Oreal SA	279,2 €	38,6x	34,2x
Worldline SA	70,6 €	43,4x	34,1x
Aeroports de Paris SA	99,8 €	-	32,1x
Elior Group SA	6,0 €	-	30,5x
Iliad SA	173,9 €	46,5x	29,9x
Virbac SA	186,0 €	33,4x	28,7x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au	PER	
	19/06/2020	2018e	2019e
CNP Assurances SA	9,6 €	5,3x	4,9x
Peugeot SA	13,4 €	13,4x	5,1x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Staplec	55,2 €	6,1x	5,4x
AXA SA	18,5 €	8,0x	6,7x
Publicis Groupe SA	29,3 €	8,2x	6,7x
ALD SA	8,4 €	7,3x	6,8x
Mercialys SA	7,7 €	8,2x	7,1x
Eutelsat Communications SA	9,4 €	6,9x	7,2x
Scor SE	23,7 €	10,9x	7,4x
BNP Paribas SA Class A	35,3 €	9,2x	7,7x
Societe Generale S.A. Class A	14,4 €	26,5x	7,8x
Credit Agricole SA	8,1 €	9,7x	7,8x
Fnac Darty SA	36,6 €	15,5x	7,8x
Klepierre SA	17,6 €	11,8x	8,1x
ArcelorMittal SA	9,3 €	-	8,2x

PEG

Les plus élevées

Sociétés	Cours au	PEG	
	19/06/2020	2018e	2019e
Legrand SA	65,0 €	76,6x	64,3x
Bouygues SA	28,6 €	78,7x	47,4x
Maisons du Monde SA	11,5 €	148,2x	32,1x
Metropole Television SA	10,1 €	24,3x	18,7x
Elis SA	11,0 €	29,8x	16,9x
Gecina SA	114,1 €	14,4x	14,1x
Aeroports de Paris SA	99,8 €		14,0x
Compagnie Generale des Etablisseme	88,8 €	19,4x	11,2x
EssilorLuxottica SA	117,7 €	16,7x	10,7x
ALD SA	8,4 €	10,5x	9,8x
Hermes International SCA	739,2 €	8,8x	6,9x
Accor SA	25,5 €		6,4x
Bureau Veritas SA	19,9 €	7,8x	6,3x
Alten SA	79,1 €	8,5x	6,1x
Schneider Electric SE	95,8 €	7,0x	5,5x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au	PEG	
	19/06/2020	2018e	2019e
Nexans SA	40,4 €	0,5x	0,2x
Trigano SA	87,6 €	0,3x	0,2x
Total SA	35,7 €	0,5x	0,2x
Plastic Omnium SE	17,9 €	1,1x	0,2x
Scor SE	23,7 €	0,4x	0,3x
Rexel SA	9,5 €	0,4x	0,3x
Nexity SA Class A	29,6 €	0,7x	0,3x
Aperam SA	25,2 €	0,7x	0,4x
Valeo SA	21,5 €		0,4x
TechnipFMC Plc	7,1 €	0,6x	0,4x
Ipsos SA	23,3 €	0,6x	0,4x
JC Decaux SA	17,5 €	4,6x	0,5x
Korian SA	33,9 €	0,9x	0,6x
Dassault Aviation SA	813,0 €	0,9x	0,6x
Airbus SE	68,9 €	1,1x	0,7x

VE / CA

Les plus élevées

Sociétés	Cours au	VE / CA	
	19/06/2020	2018e	2019e
Gecina SA	114,1 €	25,0x	24,4x
Covivio SA	67,9 €	22,5x	21,0x
Icade SA	63,4 €	16,5x	16,0x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Staplec	55,2 €	14,1x	12,9x
Klepierre SA	17,6 €	12,9x	11,8x
Mercialys SA	7,7 €	12,3x	11,0x
Getlink SE	12,9 €	14,1x	10,6x
Sartorius Stedim Biotech SA	224,8 €	12,0x	10,5x
Hermes International SCA	739,2 €	11,5x	9,7x
Dassault Systemes SA	153,2 €	9,4x	8,4x
DBV Technologies SA	9,9 €	25,2x	8,2x
Euronext NV	87,5 €	7,9x	7,6x
Gaztransport & Technigaz SA	67,9 €	6,0x	6,9x
Edenred SA	38,8 €	7,5x	6,5x
Remy Cointreau SA	126,0 €	7,0x	6,1x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au	VE / CA	
	19/06/2020	2018e	2019e
Peugeot SA	13,4 €	0,1x	0,1x
Renault SA	21,1 €	0,2x	0,1x
Carrefour SA	14,1 €	0,2x	0,2x
TechnipFMC Plc	7,1 €	0,2x	0,2x
Casino, Guichard-Perrachon SA	33,0 €	0,3x	0,2x
Fnac Darty SA	36,6 €	0,3x	0,3x
ArcelorMittal SA	9,3 €	0,3x	0,3x
Rexel SA	9,5 €	0,4x	0,3x
Nexans SA	40,4 €	0,4x	0,4x
Scor SE	23,7 €	0,4x	0,4x
Bouygues SA	28,6 €	0,4x	0,4x
Plastic Omnium SE	17,9 €	0,5x	0,4x
Faurecia SA	31,9 €	0,5x	0,4x
Elior Group SA	6,0 €	0,5x	0,4x
Tarkett SA	9,9 €	0,5x	0,4x

VE / EBITDA

Les plus élevées

Sociétés	Cours au	VE / EBITDA	
	19/06/2020	2018e	2019e
Sartorius Stedim Biotech SA	224,8 €	40,3x	35,0x
ALD SA	8,4 €	33,6x	33,0x
Gecina SA	114,1 €	30,8x	29,7x
Hermes International SCA	739,2 €	31,2x	24,7x
Covivio SA	67,9 €	26,2x	24,0x
Dassault Systemes SA	153,2 €	27,2x	23,4x
Remy Cointreau SA	126,0 €	29,9x	23,2x
Getlink SE	12,9 €	31,4x	20,6x
L'Oreal SA	279,2 €	22,9x	20,4x
bioMerieux SA	121,9 €	22,2x	20,4x
Worldline SA	70,6 €	23,0x	19,0x
Icade SA	63,4 €	19,0x	18,1x
Pernod Ricard SA	142,7 €	19,2x	16,9x
Edenred SA	38,8 €	18,9x	15,9x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Staplec	55,2 €	16,9x	14,8x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au	VE / EBITDA	
	19/06/2020	2018e	2019e
Peugeot SA	13,4 €	1,2x	0,6x
Renault SA	21,1 €	2,6x	1,5x
TechnipFMC Plc	7,1 €	3,2x	2,7x
Carrefour SA	14,1 €	3,1x	2,8x
Television Francaise 1 SA	4,9 €	4,0x	2,9x
CGG	1,0 €	3,5x	3,1x
Casino, Guichard-Perrachon SA	33,0 €	3,4x	3,2x
Eramet SA	32,7 €	5,5x	3,2x
Faurecia SA	31,9 €	4,6x	3,2x
ArcelorMittal SA	9,3 €	5,7x	3,3x
Plastic Omnium SE	17,9 €	5,0x	3,5x
Fnac Darty SA	36,6 €	5,5x	3,5x
Valeo SA	21,5 €	5,1x	3,7x
Bouygues SA	28,6 €	5,0x	3,8x
Publicis Groupe SA	29,3 €	5,1x	4,1x

Rendements

Les plus élevées

Sociétés	Cours au	Rendements	
	19/06/2020	2018e	2019e
Eutelsat Communications SA	9,4 €	19,6%	9,8%
CNP Assurances SA	9,6 €	16,5%	9,7%
AXA SA	18,5 €	15,3%	8,0%
Mercialys SA	7,7 €	15,0%	7,9%
Unibail-Rodamco-Westfield SE Staplec	55,2 €	14,9%	7,8%
Total SA	35,7 €	13,6%	7,5%
Scor SE	23,7 €	12,5%	7,4%
Aperam SA	25,2 €	9,8%	7,0%
Icade SA	63,4 €	9,1%	6,9%
Covivio SA	67,9 €	8,6%	6,6%
Klepierre SA	17,6 €	7,9%	6,5%
Gaztransport & Technigaz SA	67,9 €	7,8%	6,5%
SES SA FDR (Class A)	6,2 €	7,7%	6,4%
ALD SA	8,4 €	7,7%	6,4%
Orange SA	10,6 €	7,6%	6,2%

Les plus faibles

Sociétés	Cours au	Rendements	
	19/06/2020	2018e	2019e
Eramet SA	32,7 €	0,0%	0,0%
CGG	1,0 €	0,0%	0,0%
Soitec SA	93,7 €	0,0%	0,0%
Air France-KLM SA	4,6 €	0,0%	0,0%
Vallourec SA	44,3 €	0,0%	0,0%
Ubisoft Entertainment SA	69,0 €	0,0%	0,0%
Elior Group SA	6,0 €	0,0%	0,0%
Genfit SA	5,4 €	0,0%	0,0%
Worldline SA	70,6 €	0,0%	0,0%
DBV Technologies SA	9,9 €	0,2%	0,0%
Fnac Darty SA	36,6 €	0,3%	0,2%
Sartorius Stedim Biotech SA	224,8 €	0,3%	0,3%
bioMerieux SA	121,9 €	0,3%	0,3%
Aeroports de Paris SA	99,8 €	0,4%	0,4%
Renault SA	21,1 €	0,4%	0,4%

13, rue d'Uzès 75002 **PARIS** – Tél. 01 45 08 96 40 – Fax. 01 45 08 89 12
9, rue Grenette 69289 **LYON-CEDEX 02** - Tél. 04 78 42 51 18 – Fax. 04 78 38 17 83
37, rue d'Antibes 06400 **CANNES** - Tél. 04 97 06 66 40 - Fax. 04 93 68 83 80
4, place Jean Jaurès 42000 **SAINT-ETIENNE** – Tél. 04 77 38 70 04 – Fax. 04 77 38 70 12
Parc des Glaisins 5 avenue du Pré-Félin 74940 **ANNECY-LE-VIEUX** – Tél. 04 50 66 50 50 – Fax. 04 50 66 55 55
11, rue Jean Roisin – 59800 **LILLE** – Tél. 03 28 04 05 15
www.finuzes.fr